



海外将交易宽松，A股板块轮动上涨概率较大

——资本市场二季报（2023年4月）

资产类别	月度趋势	配置建议（未来6个月）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元	偏弱震荡		●			
	欧元	偏强震荡		●			
	人民币	偏强震荡		●			
	日元	偏强震荡		●			
	英镑	偏强震荡		●			
贵金属	黄金	上行	●				
固收	中国国债	震荡		●			
	中国信用债	震荡		●			
	美债	上行	●				
	中资美元债	上行	●				
权益	A股	上行	●				
	一消费	上行	●				
	一周期	上行		●			
	一成长	上行	●				
	港股-科技	上行	●				
	美股	震荡		●			

注：本表为精简版配置表，更详细的配置及投资策略建议请参见正文部分

■ **前期回顾：**境外资产方面，美元指数下行，黄金走强，美债利率下行，美国三大股指震。境内资产方面，中国国债利率、人民币汇率及A股均为震荡走势。

■ **本期主题：**海外方面，境外市场的交易重点将回归到我们此前定调的中期主线——即交易定价将反映美国经济浅衰退以及美联储加息周期的步入尾声，市场进行宽松交易。国内方面，尽管受两会增长目标和海外风险事件影响，短期市场下修了经济增长预期，不过二季度国内经济延续修复，有利于稳定住风险偏好水平。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：面临货币政策转向的有利局面，以及企业盈利增速放缓的不利局面，预计美股中期将继续维持区间震荡。2.美债：“衰退+流动性转向”的宏观场景下，美债长端利率预计将维持下行趋势。3.黄金：易上难下。4.汇率：美元指数偏弱震荡；人民币偏强震荡。5.国内固收：受到经济基本面中性偏利空、银行间流动性中性，信贷扩张中性的影响，预计二季度10年期国债利率震荡为主，在经济阶段性表现偏好时可能会震荡偏上行，运行区间预计在2.85-3.0%。6.国内权益：A股当前既没有估值压力，也没有政策压力和流动性压力，核心的锚是经济预期；预计在海外衰退的背景下，宏观经济仍将温和复苏，A股大盘也将震荡上行。结构上，各个板块的景气度都将有所好转，各板块轮动上涨的概率较大。科技板块仍是重要主线，结构性关注医药消费板块，央企重组主题也值得关注。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

赵宇

资本市场研究员

☎：0755-83195811

✉：zhyu@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：uchang9898@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

丁木桥

资金营运中心市场研究员

☎：021-20625978

✉：dingmuqiao@cmbchina.com

目录

一、前期回顾：美债利率下行，境内股市震荡.....	1
二、本期主题：海外将交易宽松，国内风险偏好趋于稳定.....	2
（一）美联储加息周期或逐渐步入尾声，市场进行宽松交易.....	2
（二）二季度国内经济延续修复有利于风险偏好稳定.....	4
三、市场前瞻及策略：海外风险资产表现将趋弱，国内风险资产表现将趋稳.....	6
（一）美股：震荡筑底，逐步增配科技板块.....	7
（二）美债：利率趋向下行.....	8
（三）中资美元债：具备配置价值，注意内部分化.....	9
（四）商品：黄金整体易上难下，原油偏空.....	10
（五）汇率：人民币或震荡偏强.....	11
（六）国内固收：预计震荡偏弱.....	13
1、利率债：利率震荡偏上行.....	13
2、信用债：信用利差震荡偏小幅上行.....	14
3、固收投融资建议：震荡中保持谨慎.....	16
（七）国内权益：震荡中保持乐观，均衡中更偏成长.....	17
1、A股大盘：震荡上行.....	17
2、A股结构：二季度各板块景气度都将有所好转.....	19
3、港股：牛回头是配置良机.....	21
4、权益投资建议：保持高仓位，风格均衡偏成长.....	21
四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会.....	21
（一）胜率：境内权益资产胜率较高.....	22
（二）盈亏比：境内股票高于债券.....	22
（三）结论：维持不变.....	23

图目录

图 1: A 股市场震荡	2
图 2: 境外市场美债利率下行	2
图 3: Libor-OIS 抬升但距离 08 年有较大差距	4
图 4: 核心服务通胀仍处高位且未有下滑迹象	4
图 5: 3 月高炉开工率 (247 家) 高位运行	5
图 6: 3 月石油沥青装置开工率继续回升	5
图 7: 60 城新房成交面积短暂回落以后修复	5
图 8: 26 城二手房成交面积持续修复	5
图 9: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	8
图 10: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	8
图 11: 美债中期利率仍处于高位	9
图 12: Libor、Hibor 利率仍然偏高	9
图 13: 中资美元债高收益级回落较多	10
图 14: 地产债回落幅度较大	10
图 15: 黄金 vs 美债 10Y 实际利率	11
图 16: 黄金 vs 美元指数	11
图 17: “美强欧弱”似乎面临短期反转	12
图 18: 中美利差有一定收窄	12
图 19: 3 月银行间资金利率维持平稳	14
图 20: 3 月国债利率中枢小幅下移, 曲线维持	14
图 21: 3 月高评级信用利差震荡, 中低评级信用利差压缩	14
图 22: 3 月不同期限中票信用利差震荡	14
图 23: 3 月高评级城投信用利差震荡, 低评级城投信用利差压缩	15
图 24: 3 月不同期限城投信用利差震荡	15
图 25: 3 月钢铁债信用利差震荡向下	15
图 26: 3 月煤炭债信用利差震荡向下	15
图 27: 3 月高评级地产债信用利差震荡, 中低评级信用利差下行	16
图 28: 绝对估值: 市盈率处历史均值水平	17
图 29: 相对估值: 股债性价比处历史均值水平	17
图 30: 宏观分析师的一致期指向温和复苏	18
图 31: 今年将处于新一轮经济周期的上行期	18
图 32: 规律: 企业信贷积极→股市上涨	18
图 33: 规律: 两会赤字率目标上调→股市上涨	18
图 34: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	22
图 35: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	22



图 36: 横向比较下, A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于中等水平	23
图 37: “胜率—盈亏比”九宫格	23

表 目 录

表 1: 3 月市场及策略回顾 (截至 2023 年 3 月 28 日)	1
表 2: 市场前瞻及策略汇总表	6
表 3: 债券型基金池风险收益表现	17
表 4: 对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序	20
表 5: 重点指数景气度综合排序	21
表 6: 大类资产配置及投资策略建议表	24

一、前期回顾：美债利率下行，境内股市震荡

回顾我们的趋势预判，3月中债走势与我们判断一致，美股、美债、黄金、A股、人民币、美元与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：3 月市场及策略回顾（截至 2023 年 3 月 28 日）

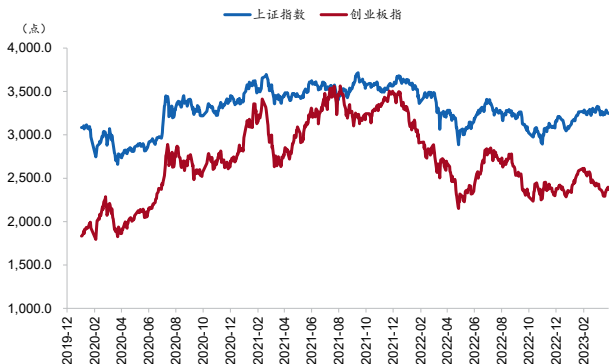
大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 1 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	32394	-2. 3%	12. 8%	-0. 8%	上行	不符合，因海外银行 风险事件影响市场情 绪
	标准普尔 500 指数	3971	3. 4%	10. 8%	0. 0%		
	纳斯达克综合指数	11716	11. 9%	10. 8%	2. 3%		
美债	美国 10Y 利率	3. 55%	-33BP	-28BP	-37BP	震荡偏弱	不符合，因海外银行 风险事件，以及美联 储加息预期下降
货币	美元指数	102. 42	-1. 0%	-8. 7%	-2. 4%	偏强	不符合，因海外银行 风险事件，以及美联 储加息预期下降
	人民币兑美元	6. 88	1. 0%	3. 0%	0. 8%	偏弱	不符合，因美元比预 期偏弱
黄金	伦敦金	1973	8. 2%	18. 8%	8. 0%	震荡偏弱	不符合，因海外银行 风险事件，以及美联 储加息预期下降
A 股	上证指数	3245	5. 1%	7. 3%	-1. 0%	上行	不符合，大盘回调源 于市场对经济修复力 度的分歧和担忧
	沪深 300	4000	3. 3%	5. 1%	-1. 7%		
	上证 50	2639	0. 1%	1. 1%	-3. 6%		
	中证 500	6280	7. 1%	9. 9%	-1. 2%		
	创业板指数	2369	1. 0%	3. 5%	-2. 5%		
	科创 50	1039	8. 2%	10. 6%	4. 9%		
	金融(风格. 中信)	6377	-0. 7%	4. 9%	-2. 9%		
	周期(风格. 中信)	4438	4. 0%	4. 0%	-5. 6%		
	消费(风格. 中信)	11438	3. 1%	8. 8%	-2. 9%		
	成长(风格. 中信)	6663	9. 8%	11. 9%	1. 2%		
	稳定(风格. 中信)	2663	7. 1%	10. 6%	1. 1%		
中债	中国 10Y 利率	2. 86%	2BP	10BP	-5BP	震荡	符合

注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

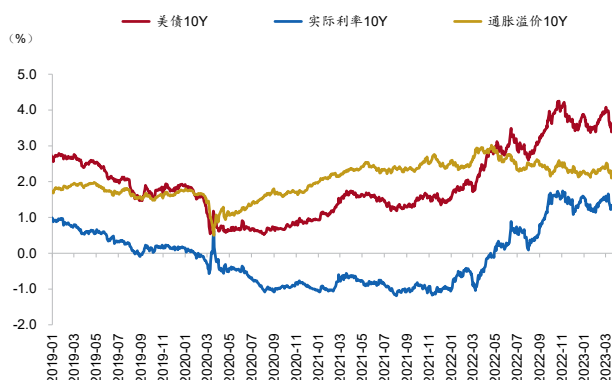
境外资产方面，3月美元指数下行，黄金走强，美债利率下行，美国三大股指震荡，体现出海外银行风险事件提高了市场避险情绪，并且降低了美联储加息预期，导致市场短期走势超出我们预期。上期主线中，我们认为美国加息周期步入尾声，在经过短期调整后，市场将重回宽松逻辑，从中期角度来看，市场走势仍在预期之内。

图 1：A 股市场震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：境外市场美债利率下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

境内资产方面，中国国债利率、人民币汇率及 A 股均为震荡走势，显示出当下国内经济仍处于弱复苏当中，受海外银行风险事件对国内经济预期的影响，A 股走势弱于我们的预期，而人民币强于预期。A 股宽基指数中，科创板走势较强，上证 50 走势较弱，其余指数差异不大。风格指数中，成长、稳定涨幅居前，显示出科技板块已成为市场的领涨板块，与我们判断一致。

整体而言，3 月境内外市场继续围绕海外货币政策及国内经济复苏主线展开，但是短期受海外银行风险事件以及国内经济预期较弱的影响，部分资产表现超出我们预期。

二、本期主题：海外将交易宽松，国内风险偏好趋于稳定

（一）美联储加息周期或逐渐步入尾声，市场进行宽松交易

境外市场的交易重点将回归到我们此前定调的中期主线——即交易定价将反映美国经济浅衰退以及美联储加息周期的步入尾声。对美债、黄金利多，对美元偏向利空。对于美股来说，市场对衰退的定价可能会令盈利端承压对美股不利，但流动性支撑将相对利好成长股。

第一，欧美银行业风波令市场脆弱性上升，在强化了美国经济衰退的同时，也令美联储对于加息更为谨慎。随着硅谷银行、签名银行的倒闭，以及瑞信被收购，市场对金融风险的关注度不断上升，避险情绪也一度席卷市场成为主导逻辑。

关于欧美银行业风波，我们认为出现系统性风险的概率不大。一方面，本次曝雷的银行都属于自身经营存在很大问题的“坏银行”，存在“个性”特征，例如硅谷银行的过度期限错配，瑞信的内控不足等。这些“坏银行”在高利率的环境下本身就容易暴露问题。而对于美欧的大型银行，经营体系整体较为健康，抵御风险的能力也较高，出现风险蔓延的可能性有限。另一方面，美欧监



管层在这次出现风波后对问题银行进行了及时的援助措施，给予一定“兜底”信号，例如对问题银行进行存款担保、美联储设立 **BTFF** 工具为存款机构提供流动性支持等等。

不过，尽管我们认为出现系统性风险的概率较低，但是银行业继续出现点状暴雷的可能性仍然存在，而且银行业风波对市场信心的打击较大，市场的脆弱性在上升。

首先，在硅谷银行暴雷后，市场恐慌情绪极度蔓延，继续追杀类似经营模式的银行的确情有可原。但是，资产负债表健康的德意志银行出现暴跌就显得有些“躺枪”，其实这也从侧面反应出，尽管金融体系整体仍然稳健，但只要出现任何不稳定因素，市场的担忧都会被放大，这也表明市场的脆弱性在上升。

其次，尽管监管出手较快，但部分操作仍然令市场不满，尤其是欧洲。例如在瑞银对瑞信的收购上，**AT1** 债被完全减记，而普通股股东却仍能回收部分资金，这一操作违背了巴塞尔协议 III 中规定的清偿顺序（正常应该是普通股一级资本的清偿顺序靠前，其次是 **AT1** 资本），这导致 **AT1** 债市场出现大幅下跌并加剧了市场的担忧。

最后，银行业风险的上升将在一定程度上影响信用派生，信贷收缩的加剧也将强化我们对美国经济将步入衰退的判断，而市场对衰退定价的权重预计也将逐步攀升。

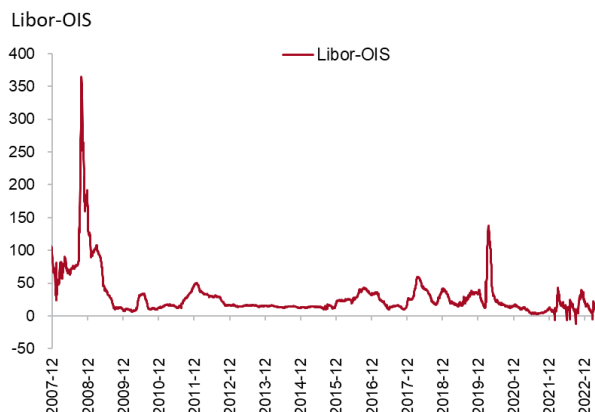
第二，美联储暗示加息周期可能行至尾声。 美联储在 3 月继续加息了 25bp，但同时给市场释放了加息周期可能即将结束的信号——删去了“继续多次加息（ongoing increases）”的表述，改为“一些额外政策紧缩（some additional policy firming）”。我们认为这是美联储在抗通胀和防范金融风险的双重考量下，做出的折中决定。

5 月是否还会继续加息取决于两点，一是核心服务通胀的高粘性能否被打破，二是银行业是否还会有点状暴雷的问题出现。若通胀仍然顽固，而银行业危机暂歇，5 月就仍有加息 25bp 的可能。至于下半年是否会降息，现在仍不够明朗，但就算不降息，市场也大概率会炒作降息预期。

第三，通胀仍为市场扰动项。 受益于高基数效应，我们预计二季度整体通胀水平下行斜率会相对较快，趋势上有利于宽松交易的进行。但需要留意的是，目前核心服务通胀水平仍在上行且未有任何下滑迹象，如果后续薪资增速、房租等指标无法有效回落，导致核心服务仍然强于预期，就有可能会对市场造成扰动。



图 3: Libor-OIS 抬升但距离 08 年有较大差距



资料来源: Bloomberg、招商银行研究院

图 4: 核心服务通胀仍处高位且未有下滑迹象



资料来源: Wind、招商银行研究院

(二) 二季度国内经济延续修复有利于风险偏好稳定

3月两会确定的全年经济增长目标低于市场预期,市场下修对未来的经济增长预期,叠加海外银行业风险事件影响,整体的风险偏好有所回落。

从3月高频数据来看,经济的需求端和生产端延续修复,不过速度较2月有所放缓。生产端,电厂日耗季节性回落,全国(247家)高炉开工率、全国石油沥青开工率延续上行,不过焦化企业开工率、汽车开工率相对偏弱。需求端,地产销售继续好转,不过幅度减弱,相比之下,二手房成交面积在绝对水平偏高的情况下仍继续好转,显示出二手房的修复更加强劲。乘用车市场恢复缓慢,车企降价促销对销售形成支撑,但销售回暖速度偏慢,显示出购车需求相对疲弱。从已公布的战略性新兴产业采购经理人指数来看,3月EPMI自2月高点62.5降至56.1,3月较2月放缓的原因主要在于,一方面疫后修复较为特殊情况,使得2月形成高基数,对3月造成扰动;另一方面,从分项看,出口订单下降,同时库存水位偏高,对内生动能形成制约。由于两个原因基本适用于制造业,因此预计3月制造业PMI环比大概率有所回落。

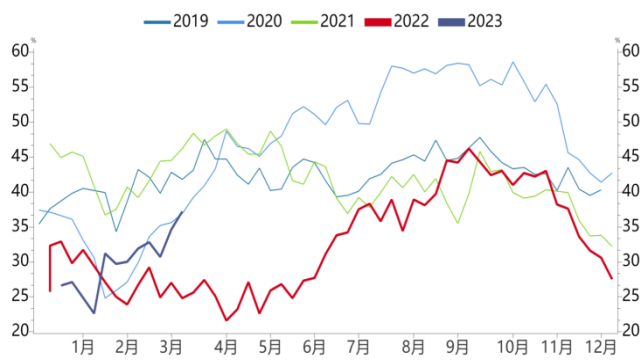


图 5：3 月高炉开工率（247 家）高位运行



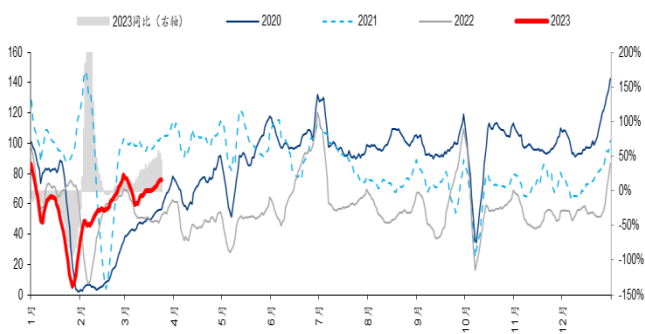
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：3 月石油沥青装置开工率继续回升



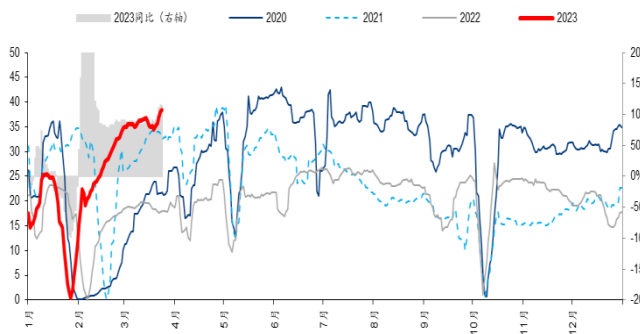
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：60 城新房成交面积短暂回落以后修复



资料来源：华泰证券、招商银行研究院（销售面积绝对规模 7 天移动平均，单位：万平方米）

图 8：26 城二手房成交面积持续修复



资料来源：华泰证券、招商银行研究院（销售面积绝对规模 7 天移动平均，单位：万平方米）

二季度国内经济有望继续修复。由于去年二季度疫情影响，形成低基数，对今年二季度经济的同比读数形成支撑。除此以外，今年二季度经济修复动能仍有望延续，一方面，货币政策偏宽松，3 月的降准有利于二季度的信用扩张，M2 和社融同比增速有望小幅走高；另一方面，固定资产投资增速，消费仍有支撑。在政策和资金的助力下，基建和制造业投资增速均有望维持在高位，地产投资增速降幅有望继续收窄。此外，当下居民信心有所修复，今年以来资产价值（包括房产和不动产等）回升，就业和收入预期的稳定性上升，有助于地产销售和消费稳步回暖。此外，地产需求端政策和消费政策也有足够的松动空间，仍可继续发力。

经济延续修复有利于风险偏好稳定。尽管受两会增长目标和海外风险事件影响，短期市场下修了经济增长预期，不过二季度国内经济延续修复，有利于稳定住风险偏好水平。中期来看，生产端和需求端修复的方向确立，斜率能否加快是决定风险偏好是否进一步上升的关键。我们期待的乐观情形是需求端以更快的速度修复，推动生产端进一步修复，形成正向循环，这将进一步提振风险偏好；中性情形是需求端修复，但程度不足以推动生产端进一步修复，这能



有利于风险偏好延续；悲观情形为需求和生产端修复均很弱，这将导致风险偏好下行。

我们预期二季度将是中性情形，当下的风险偏好仍可延续；若出现更强劲的需求改善迹象，则将提高风险偏好预期。对资产价格的影响上，风险偏好维持或进一步上升仍是利好权益资产，利空固收资产。

最后，提示需要注意潜在的第二波疫情对市场风险偏好的扰动，若新冠病毒出现新变种，二季度存在新一波疫情冲击的可能，届时对市场预期和经济可能都会带来短暂的负面影响。

三、市场前瞻及策略：海外风险资产表现将趋弱，国内风险资产表现将趋稳

表 2：市场前瞻及策略汇总表

资产类别		市场前瞻及策略
汇率	美元	美元指数整体走势难以太强，但下方也仍有支撑，未来形态或趋向于偏弱震荡。
	人民币	从形态上来说，人民币汇率将跟随美元指数的变化波动，二季度整体趋势或以偏强震荡为主。
	欧元	欧元目前利好与利空共存，未来大概率是震荡格局。
	日元	日本央行货币政策正常化的条件进一步具备，将利好日元的中期表现。
	英镑	英镑兑美元预计仍将维持在 11 月下旬以来的 1.18-1.24 波动区间继续震荡。
商品	黄金	易上难下。但是黄金估值水平太高，若出现利空扰动，金价容易出现明显回调，即继续追涨的性价比目前来看并不高。
	原油	震荡偏空。极端情况下上半年 Brent、WTI 均有可能阶段性跌破 60 美元/桶，SC 跌破 480 元/桶。
	铜	震荡偏强。4 月本身是国内传统消费旺季，消费端的修复向需求端的传导将更为顺畅，更加有利于加工企业逢低补库。
固收	国内固收	受到经济基本面中性偏利空、银行间流动性中性，信贷扩张中性的影响，预计二季度 10 年期国债利率震荡为主，在经济阶段性表现偏好时可能会震荡偏上行，运行区间预计在 2.85-3.0%。
	美债	无论是美国的经济增长预期、通胀水平还是美联储货币政策，均指向“衰退+流动性转向”的宏观场景，美债长端利率预计将维持下行趋势。
	中资美元债	受益于美债基准利率的回落以及地产行业风险的下降，中资美元债的上涨趋势已经形成，具备配置价值。但是仍要注意内部分化的问题。
权益	A 股	A 股当前既没有估值压力，也没有政策压力和流动性压力，核心的锚是经济预期；预计在海外衰退预期的背景下，宏观经济仍将温和复苏，A 股大盘也将震荡上行。
	港股-科技	今年中国宏观经济温和复苏的趋势较为确定，美联储加息周期步入尾声也是大概率事件，业绩和流动性的双重利好将带动港股走牛。
	美股	美股将同时面临货币政策转向的有利局面，以及企业盈利增速放缓的不利局面，预计美股中期将继续维持区间震荡。结构上，科技板块将相对较强。

资料来源：招商银行研究院



（一）美股：震荡筑底，逐步增配科技板块

从中期来看，美国加息周期步入尾声，利率对美股的影响将转向中性。但是美国经济仍面临“浅衰退”风险，对美股仍有压制，预计美股整体将继续震荡，而科技板块将相对较强。

美联储加息周期将步入尾声。目前来看，美国货币政策转向（最后一次加息结束）的时间大概率在 5 月。对于股票市场而言，当前货币政策转向的预期已经比较明确，并不需要真正等到美联储宣布加息结束。因此，未来利率对美股的影响将转向中性，下半年甚至将转向有利。

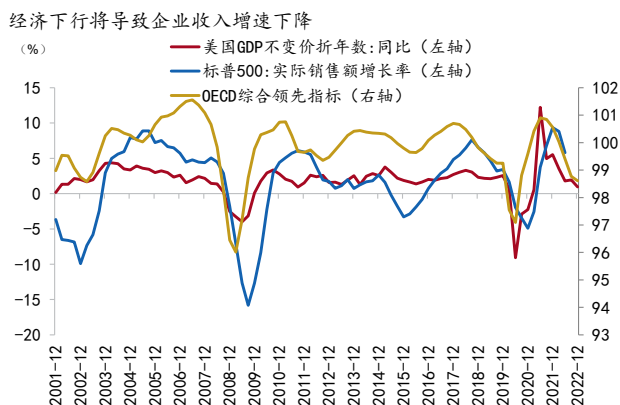
企业盈利增速放缓是美股的主要风险。我们预计美国经济将陷入“浅衰退”，在美联储持续加息且伴随局部金融风险发生后，市场对经济衰退的担忧更甚。经济领先指标继续印证了这个判断，2 月制造业 PMI 继续反弹至 47.7，新订单指数大幅反弹至 47，但仍明显低于荣枯线。由于本轮经济预计是“浅衰退”，且美国企业和居民资产负债表相当健康，预计对企业盈利的影响比较温和。

美股相对估值仍高，风险溢价还在低位，当企业盈利增长放缓时，风险溢价有上行风险。当前标普 500 市盈率（TTM）23 倍，处于过去 10 年的中间水平，从长期来看美股估值水平不高。但是由于利率处于高位，美股风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）处于过去 10 年的 2%分位数，股票的相对估值处于高位。风险溢价主要是对经济和企业盈利前景的反映。当企业盈利前景下降时，风险溢价往往上升，未来随着美国经济进入浅衰退，风险溢价有上行风险，进而压制美股估值。

综合判断，美股将同时面临货币政策转向的有利局面，以及企业盈利增速放缓的不利局面，**预计美股中期将继续维持区间震荡。结构上，科技板块将相对较强**，一方面，企业盈利端，人工智能有望进入大规模应用阶段，从而推动新一轮技术进步，美国科技类公司作为主导者，将明显受益；另一方面，估值端，相对而言成长风格的估值受货币政策的影响更大，美国货币政策边际转鸽更有利于提升科技板块的估值。因此，**建议继续对美股整体标配，逐步加仓美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。**

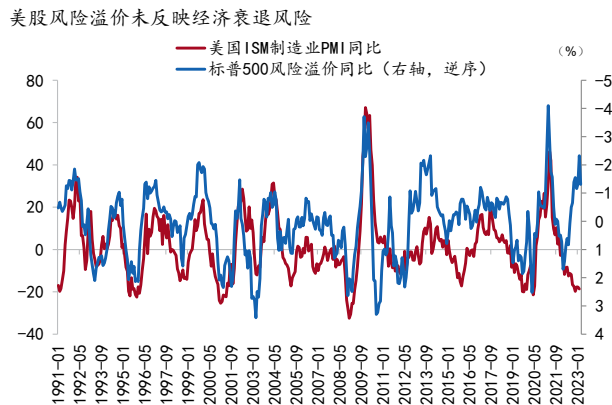


图 9：经济增速下降将导致企业收入增速下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：美股风险溢价未反映增长放缓的风险



资料来源：Wind、招商银行研究院

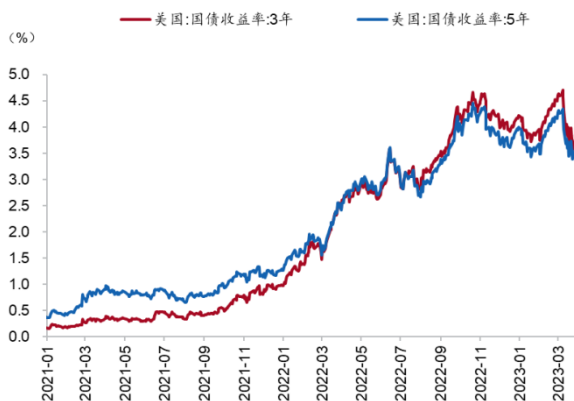
（二）美债：利率趋向下行

目前来看，无论是美国的经济增长预期、通胀水平还是美联储货币政策，均指向“衰退+流动性转向”的宏观场景，美债长端利率预计将维持下行趋势。再者，海外银行业风险所指向的避险逻辑也利于美债利率的回落。但是，若存在单月通胀数据超预期的情况，可能会导致利率出现一定反弹，但这种反弹可能难以突破前期形成的波峰，可将利率反弹作为投资者的上车或者加仓机会。在点位上，预计二季度美债利率将从一季度 3.7% 的中枢水平稳定回落到 3.5%。另外，在宽松预期发酵的背景下，短久期国债利率将受益于流动性的转松出现更大幅度的回落，持有的性价比更高。

投资策略上，维持对美债的中高配策略不变。目前美债 10 年期利率处于中枢位位置，可稳定持有，若利率反弹至 3.6-3.8% 的区间水平，则可考虑增持。另外，尤其可关注 2-3 年期美债，配置性价比相对 10 年期美债更高。

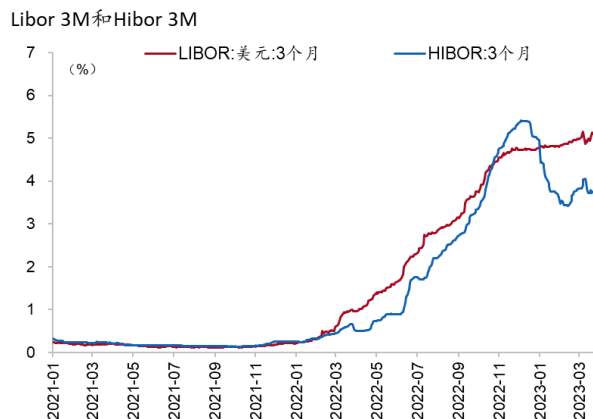
融资策略上，尽管美联储即将结束加息，但目前政策利率仍处于上升通道，以 Libor、SOFR、Hibor 作为定价基准的美元、港元融资成本预计仍将处于高位，且美债中期利率也仍在磨顶阶段，也就是说美元融资成本优势依然较低，建议以低融资成本货币进行融资。

图 11：美债中期利率仍处于高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：Libor、Hibor 利率仍然偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）中资美元债：具备配置价值，注意内部分化

受益于美债基准利率的回落以及地产行业风险的下降，中资美元债的上涨趋势已经形成，具备配置价值。但是，仍要注意内部分化的问题。

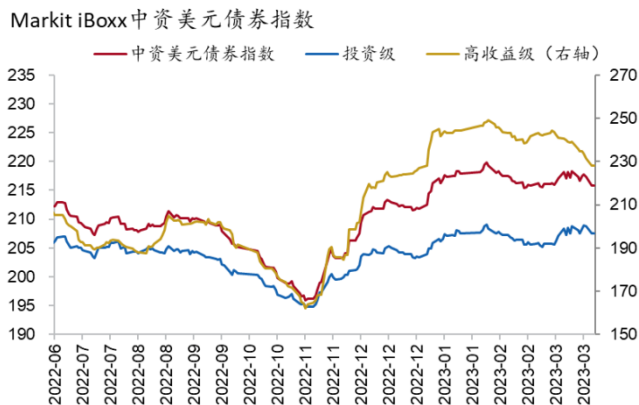
从近期的市场表现来看，投资级美元债走势相对稳健，而受到银行业风波影响，市场风险偏好下降，以地产债为主的高收益级跌幅则相对较大。后续，这种结构分化行情在短期内可能仍将继续演绎，一方面，尽管银行业风险目前有暂歇之势，但很难说后续是否还会继续有暴雷银行出现，市场若再度交易避险情绪，也将对高收益板块构成向下的压力，尤其是地产行业中相对脆弱/中低评级的部分房企债。另一方面，自去年 11 月地产融资政策回暖以来，市场已经计入了较多关于地产复苏的预期，但地产行业实际仍在磨底阶段。我们观察到，目前仅银行端房企融资有所改善，非银融资尚处于净偿还状态。部分民企资金链也依旧紧张，房企的开工、投资意愿不足，投资端的修复也明显偏弱。尽管销售端有回暖之势，但这与疫情带来的积压性需求释放以及开发商集体降低折扣力度有关，后续能否持续复苏仍待观察。

那么，高收益债何时才能再续上行动能？我们认为需要重点关注后续是否会出台有效的需求端政策以及 3、4 月份的地产销售情况。

综合来看，短期内建议以配置投资级美元债为主，若配置地产债则建议以中高评级或优质房企为先。

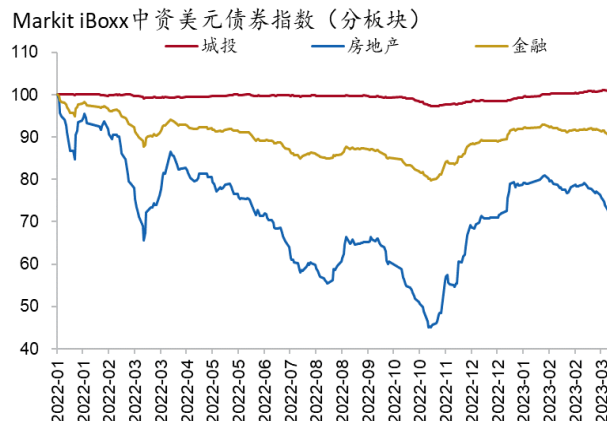


图 13：中资美元债高收益级回落较多



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：地产债回落幅度较大



资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）商品：黄金整体易上难下，原油偏空

黄金：趋势上仍然看涨。整体来看，黄金目前的做多趋势较为顺畅。第一是银行业风波掀起的避险逻辑，本身利多具备避险属性的黄金。第二，在美联储货币政策即将转向以及美国经济迈入衰退的背景下，实际利率有望进一步从高位回落，美元也难以太强，对黄金利好。第三，在储备资产多元化配置的背景下，全球央行持续购金的趋势并未见到逆转，也会对金价的走牛带来正向作用。但是，黄金目前仍然面临一大不利因素，即估值水平太高（目前估值分位数在 87% 的水平），若出现利空扰动，金价容易出现明显回调，即继续追涨的性价比目前来看并不高。

在策略上，我们仍然对黄金维持中高配的建议不变。但是在目前 1950 美金左右的位置，金价估值偏高，继续追涨可能会面临一定的风险。因此，建议已经有黄金多头仓位的投资者继续持有，但想要上车的投资者建议等待一波回调再进行配置。



图 15：黄金 vs 美债 10Y 实际利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：黄金 vs 美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

原油：震荡偏空。尽管中国主营炼厂、大型民营炼化采购原油构成了这一阶段供需面的支撑，但随着美欧银行业风险事件的爆发，市场风险偏好下降带动油价交易衰退风险开启震荡下行，内外盘原油价格 3 月下旬一周时间内跌幅超 12%。在海外市场衰退预期上升的背景下，原油市场的下行风险可能贯穿二季度。其中，极端情况下上半年 Brent、WTI 均有可能阶段性跌破 60 美元/桶，SC 跌破 480 元/桶。中期来说，我们仍然维持油价中枢下移的观点不变。

铜：震荡偏强。4 月本身是国内传统消费旺季，消费端的修复向需求端的传导将更为顺畅，更加有利于加工企业逢低补库。同时，4 月冶炼厂检修或影响精铜供应，这些都有可能使得库存面临持续去化的可能。另外，美联储如期加息 25 个基点，且暗示可能很快结束加息行动，美元指数走弱将对铜价构成一定支撑。风险点则在于，在高利率环境下，海外银行风险事件依然有可能局部发酵，避险情绪上升对铜价也将构成压制。趋势上来说，我们维持对铜价看多的观点不变。

（五）汇率：人民币或震荡偏强

美元指数：整体或趋向于偏弱震荡。一方面，美国经济衰退——美联储货币政策转向的链条正愈加清晰，而欧洲仍面临比美国更加严峻的通胀形势，欧央行的抗通胀工作也依旧任重而道远，加息周期尚未结束。也就是说，美欧之间的流动性情况正偏向“美松欧紧”的一边，美元指数的下行动能也正在加强。

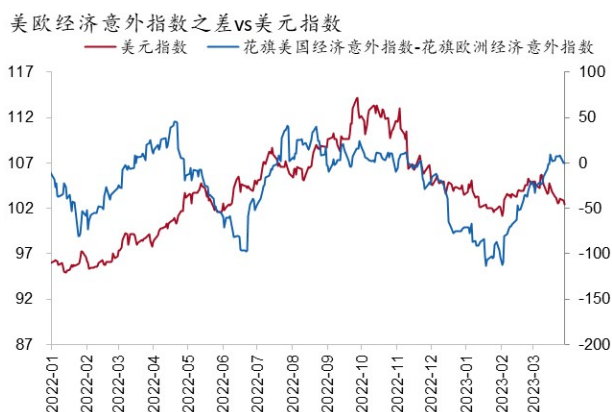
但另一方面，美元指数也仍面临支撑，即银行业风波的演绎。从目前的变化情况来看，美国无论在债务杠杆、银行业体系的稳健性方面均要好于欧洲，而且监管层的救助也相对完备，对金融风险的重视程度也相对较高，若后续欧洲银行业仍有暴雷出现，无论是避险情绪还是对美欧差异的定价，均将对美元指数构成支撑。

因此，美元指数整体走势难以太强，但下方也仍有支撑，未来形态或趋向于偏弱震荡。



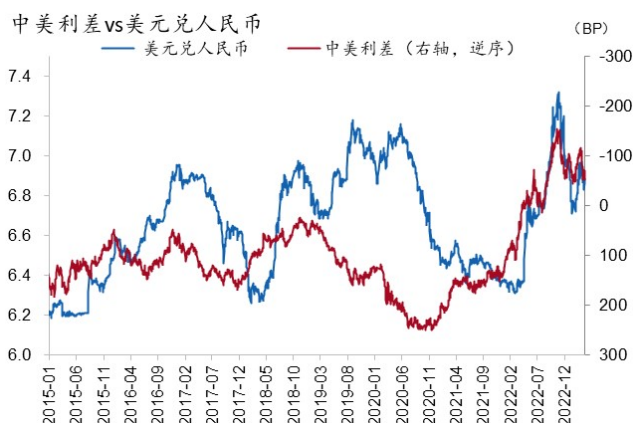
人民币：偏强震荡。从形态上来说，人民币汇率将跟随美元指数的变化波动，二季度整体趋势或以偏强震荡为主。另外，人民币也同样面临自身基本面的利好。一方面来源于中美经济差的再扩大，美国大概率将于 Q2-Q3 迈入衰退周期，而中国经济增速在二季度或将进一步上行，“中国上而美国下”的经济差格局对人民币利好。另外，随着美债利率的进一步回落，中美利差的负向收窄也将对人民币汇率构成支撑。从点位上来说，人民币在二季度的中枢位有望从一季度 6.85 的水平小幅走强至 6.75-6.8 的区间水平。

图 17：“美强欧弱”似乎面临短期反转



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：中美利差有一定收窄



资料来源：Wind、招商银行研究院

欧元：震荡格局。3 月欧元/美元反弹，从 1.0576 位置反弹至 1.0845，涨幅 2.54%（对应欧元升值）。欧元目前利好与利空共存，未来大概率是震荡格局。一方面，欧元区的通胀形势仍然严峻，令市场预计欧洲央行加息需要晚于美联储结束，也为欧元构成了支撑。另一方面，虽然欧美官方对银行业危机的应对措施及时且有针对性，发生系统性风险的概率较低，但是市场对欧美银行业危机的恐慌情绪何处发酵、何时触发又在何时消弭仍存在不确定性，对欧元利空。因此，整体来说欧元兑美元未来或将维持震荡格局。

日元：中期表现偏强。3 月美元/日元从 136.13 下行至 131.63，跌幅 3.37%（对应日元升值）。欧美银行业风波令全球避险情绪高涨，但由于硅谷银行、瑞信银行的风波分别发生在美国和瑞士，这令传统的避险货币——美元和瑞郎的避险属性受到了阶段性的抑制，日元的避险属性更加突出，日元成为 G7 货币中表现最佳的货币。在此过程中，日本央行行长黑田东彦在任期内的最后一次会议中坚持了超宽松的货币政策态度，令市场担忧的尾部风险平稳落地。三月劳资谈判结果显示薪资增幅超预期，2023 财年平均加薪 3.8%，为 1994 年以来首次达到 3%，同时基本工资将上涨 2.33%，将对家庭消费能力产生更加积极的影响。这无疑为未来几年的货币政策正常化进程开启了重要一步，为日元的升值埋下伏笔。

如果欧美银行业危机的恐慌情绪难以持续，则意味着避险情绪对日元的提振作用将逐渐减弱，日元短期或面临一定的回调风险。而 4 月是 2023 财年的开始，日本央行新任行长也将就任，日本央行也将公布新一期经济预测数据。



此前日本央行并未因为通胀上行而转变货币政策，主要还是认为当前通胀具有暂时性，且预计 2023 财年的通胀将重新回到 2% 以下。如果此次 3 月的薪资谈判结果令日本央行上调 2023 财年的通胀预测，则意味着日本央行货币政策正常化的条件则进一步具备，将利好日元的中期表现。

英镑：趋向震荡。3 月英镑/美元从 1.2057 的反弹至 1.26，涨幅 2.47%（对应英镑升值）。英镑的表现得益于英国在欧美银行业危机中受到的波及较低，因此在欧系货币中表现相对突出。同时英国公布的一系列宏观数据偏暖，缓解了市场对英国经济衰退的悲观预期，通胀数据进一步增加了英国央行加息的必要性，也令英镑获得了一定的支撑。展望未来，英国在银行业危机中的相对优势难以支撑英镑持续走强，经济虽然暂时避免衰退但仍难言强劲、英国央行虽然仍在继续加息但内部鸽派声音持续存在，这些因素都不足以构成英镑持续上涨的动力。英镑兑美元预计仍将维持在 11 月下旬以来的 1.18-1.24 波动区间继续震荡。

（六）国内固收：预计震荡偏弱

1、利率债：利率震荡偏上行

经济增长方面，二季度经济有望延续修复，不过市场对修复的强度仍有分歧。从方向上来说，经济修复对债券的影响仍偏利空，不过考虑到市场预期修复的斜率相对偏缓，对债券的利空程度有限。

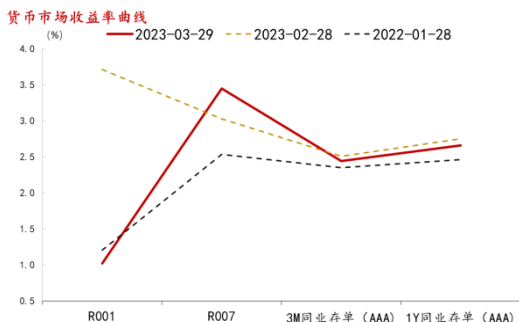
银行间流动性方面，3 月资金利率趋稳，且波动不大，好于此前预期。展望二季度，资金利率中枢有望继续围绕在政策利率附近波动，跨过季末以后资金可能会偏松，4 月中旬遇上缴税等因素，可能会阶段性偏紧。考虑到信贷仍在扩张中，银行对同存的发行需求仍可能维持在一定水平，预计 1Y 同业存单（AAA）利率可能在 1YMLF 利率下方运行，但下行空间不大，整体呈箱型震荡。

信贷市场方面，预计 3 月信贷总量仍有支撑，企业和居民融资分化仍然明显，企业贷款偏强，居民贷款继续偏弱，不过居民中长期贷款环比将有改善。由于一季度信贷投放节奏较快，市场对二季度是否能保持有所疑虑，尤其是对居民抵押贷款的修复预期偏弱。不过考虑到一季度地产销售数据不差，居民住房抵押贷款可能还会继续修复，预计二季度信贷数据表现对市场影响中性。

综上，利率债市场未来受到经济基本面中性偏利空、银行间流动性中性，信贷扩张中性的影响，预计二季度 10 年期国债利率震荡为主，运行区间预计在 2.85-3.0%，考虑到 3 月底，10 年期国债利率已下行至 2.85% 附近，趋势性下行空间有限，需要注意在经济数据阶段性表现偏好时可能会震荡偏上行，中期而言（6 个月），经济增速可能会逐步向上，债券利率中枢会小幅抬升。

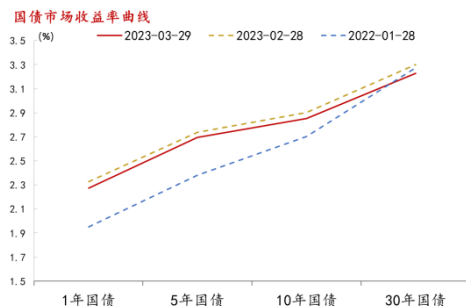


图 19：3 月银行间资金利率维持平稳



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

图 20：3 月国债利率中枢小幅下移，曲线维持

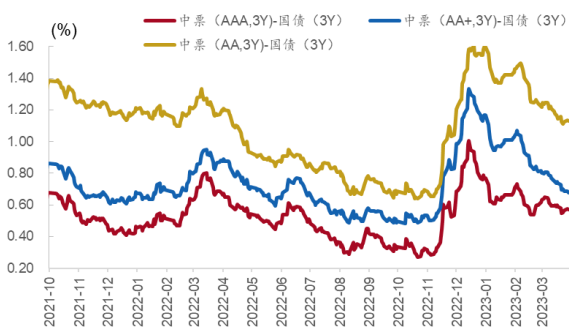


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

2、信用债：信用利差震荡偏小幅上行

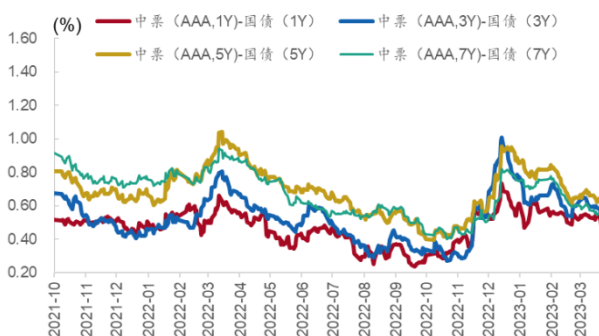
3 月信用利差震荡小幅下行，高评级信用利差震荡为主，中低评级信用利差向下压缩。展望后期，我们认为信用利差继续压缩的空间相对有限，尤其是高评级信用利差，二季度货币趋稳，但难有持续放松的空间，推动信用利差向下压缩的动能不够。中低评级信用利差可能还有一定空间，可观的票息收益还会吸引投资者。中期而言，考虑到市场对经济预期的转变，利率整体呈底部向上走势，信用利差仍可能是偏震荡上行的走势。

图 21：3 月高评级信用利差震荡，中低评级信用利差压缩



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

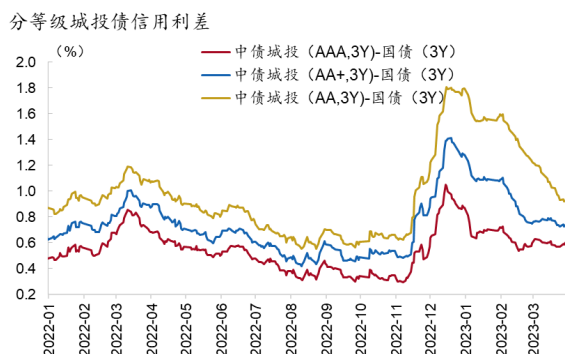
图 22：3 月不同期限中票信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

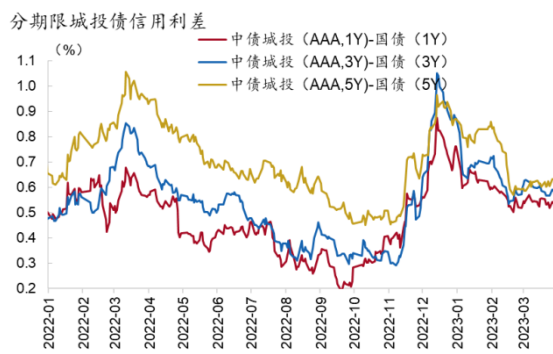
城投债：3 月城投债信用利差高低评级分化，高评级城投信用利差震荡，中低评级城投信用利差向下压缩，显示出投资者在城投债板块做信用下沉。展望后期，城投信用利差经历一个季度的压缩以后，绝对水平偏低，容易发生波动。考虑到二季度资金趋稳，城投信用利差也暂无趋势性上行的风险，不过也需要关注资金阶段性波动对高评级城投的影响。相比之下，中低评级城投可提供更可观的票息，不过也提示尽管当下经济整体呈现底部向上的走势，但动能仍然不足，仍需要警惕个别地区的财政和经济活动修复会低于预期，容易出现风险事件。

图 23：3 月高评级城投信用利差震荡，低评级城投信用利差压缩



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

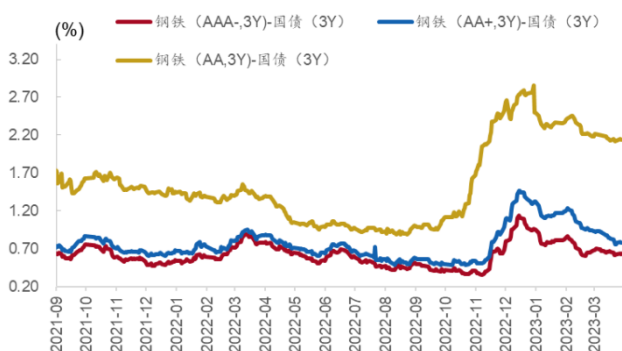
图 24：3 月不同期限城投信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

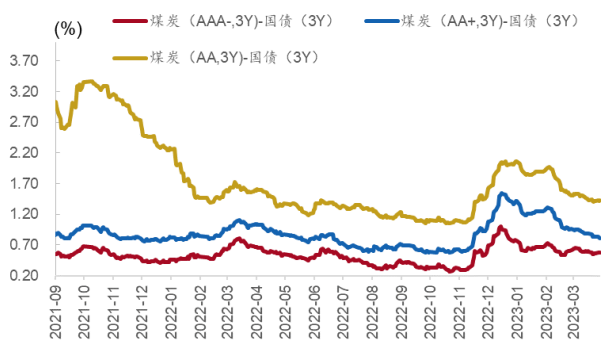
强周期债：一季度煤炭债和钢铁债的收益率下行为主，信用利差下行后震荡；其中，一季度煤炭债的等级利差下行幅度大于期限利差，而钢铁债则是期限利差下行、等级利差上行，说明煤炭债的投资集中在短期限债中做信用挖掘，而钢铁债的投资集中在对高等级债拉长久期。**展望二季度，**经济基本面复苏进程仍在继续，将持续利好强周期债，但利好的程度会有多少，还要看地产、基建等需求端的改善情况，对行业景气度变化维持关注。**煤炭行业，**二季度采暖季结束，生活用电需求下降，生产用电需求预计维持刚性采购，整体延续供需平衡，基本面对利差的支撑作用预计平稳。**钢铁行业，**钢企利润虽然在一季度由去年的亏损修复至当前盈亏平衡的水平，但二季度下游需求端修复的成色，将影响到后续钢企利润的上行空间，钢企间的盈利状况或将分化。维持谨慎乐观的看法。

图 25：3 月钢铁债信用利差震荡向下



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

图 26：3 月煤炭债信用利差震荡向下



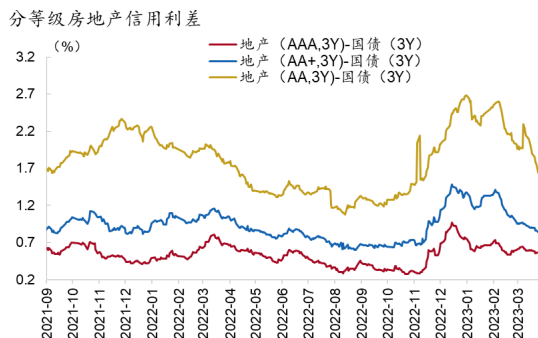
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

地产债：一季度地产债收益率分化，高等级债收益率走平，中低等级债收益率震荡下行，信用利差整体小幅上行后震荡下行。去年底的购房积压性需求在春节前后集中释放，1-2 月地产销售降幅大幅收窄，修复节奏提前，但修复



的可持续性则是二季度的重要观察点。展望二季度，政策累积下房企中优质央企的信用风险进一步下降，但由地产销售端向融资端和投资端的传导时间预计较长，且需要非核心地区刺激楼市的政策出台配合。因此，优质央企地产债价格缺乏继续上涨的动力，部分民企地产债价格也可能面临回调的风险。

图 27：3 月高评级地产债信用利差震荡，中低评级信用利差下行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

3、固收投融资建议：震荡中保持谨慎

基于利率债市场可能震荡偏弱的局面，对于利率债投资组合，主要以防御为主，控制仓位，不大幅拉久期。

信用债方面，更看好受益于经济好转，下游消费修复的行业，例如休闲服务、食品饮料、建材行业等。看好边际转好的行业，例如地产和相关上下游行业，不过时间上可能相对靠后。建议关注风险，即部分弱资质城投平台偿债压力上升。

在产品方面，3 月固收类产品表现回暖。由于经济修复有所放缓，市场风险偏好有所回落，不过从中期来看，经济的修复具备连续性，不对经济修复过度悲观。建议产品策略上，以稳健为主，基于资金利率难有大幅上升和产品流动性高的判断，货基、存单基金、短债仍可继续持有，而长债波动相对较大，中长久期债基净值可能会有波动，建议暂时观望为主。若遇上利率阶段性大幅向上，再择高点逐步进行配置。以博弈更高投资收益为目的，可以逢低增配固收+。

产品选择上，一季度以来，随着春节效应消退，基本面缺乏超预期因素提振，市场由股强债弱转为股弱债略强，不同债券品种由利率债弱、信用债强转为利率债和信用债双强的局面，期限方面也由短债强、长债弱转为长债显著强于中短债。反映到产品端，固收+自 2 月底后波动加大，业绩表现自开年以来逐月走弱，但整体仍优于纯债基金；纯债基金中，中长债基金优于短债基金，其中交易策略是表现最弱的纯债产品策略。展望二季度，经济将处于加速修复期，整体上产品端无论是短债基金还是中长债基金预计都不会有太亮眼的表现，相较于短债基金，中长债基金净值波动可能会更大，所以，纯债产品建议采取偏防守的策略，例如信用票息策略、防御策略。固收+净值预计将较为颠簸，权益风格板块或将加快轮动，偏行业轮动的“灵活进攻”产品今年以来表现最



弱，市场缺乏持续热点和共识，抓热点的难度增加，建议规避权益投资行业轮动过快的固收+，关注行业配置风格稳定和核心+卫星的产品。

表 3：债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月月回报	近三个月月回报	今年以来回报	近一个月最大回撤	近三个月最大回撤	今年以来最大回撤
纯债基金	策略	信用票息	0.56	1.65	0.78	-0.13	-0.13	-0.13
		防御策略	0.62	1.73	0.76	-0.09	-0.09	-0.09
		交易策略	0.51	1.20	0.85	-0.29	-0.29	-0.29
		平衡策略	0.58	1.72	1.09	-0.14	-0.14	-0.14
		短债基金	0.36	1.17	0.68	-0.02	-0.02	-0.02
固收+	行业配置特征（固收+股票）	核心+卫星	-0.17	2.14	1.69	-1.17	-1.40	-1.40
		均衡	-0.12	1.73	1.43	-1.14	-1.47	-1.47
		灵活进攻	-0.20	1.46	1.17	-1.15	-1.48	-1.48
		中期偏好稳定	0.04	2.04	1.63	-0.75	-0.93	-0.93
		固收+转债（一级债基）	0.45	0.45	1.83	1.62	-0.11	-0.24

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 27 日

债券融资方面，二季度资金趋稳，避开资金阶段性紧张时间段，均可加快融资步伐。

（七）国内权益：震荡中保持乐观，均衡中更偏成长

1、A 股大盘：震荡上行

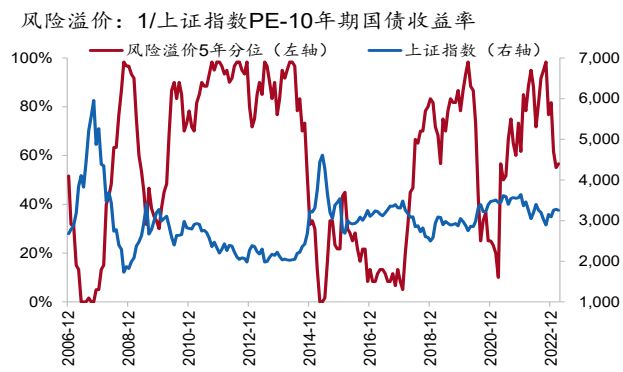
本轮行情启动以来，A 股估值的扩张主要靠强政策驱动，目前估值已接近历史中位数，后续进一步扩张，需要业绩的发力。二三月份大盘回调，源于市场对经济修复力度的分歧和担忧，一则政府工作报告 5% 左右的经济增长目标略显审慎，二则美欧银行危机加剧海外衰退预期。后市如何演绎，下文将从宏观经济、宏观政策和股票市场流动性等三个方面着重阐述。

图 28：绝对估值：市盈率处历史均值水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 29：相对估值：股债性价比处历史均值水平



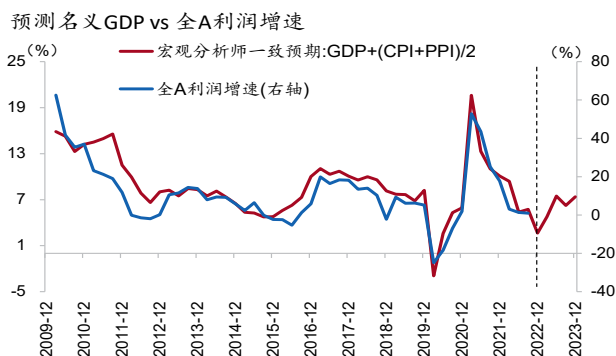
资料来源：Wind、招商银行研究院

从经济基本面看，二季度 A 股业绩大概率环比同比都好转。今年三驾马车主要的支撑项是疫后消费复苏，主要的拖累项是海外衰退导致出口下行，而固定资产投资和去年相差不大，三者的合力指向经济温和复苏。宏观分析师对



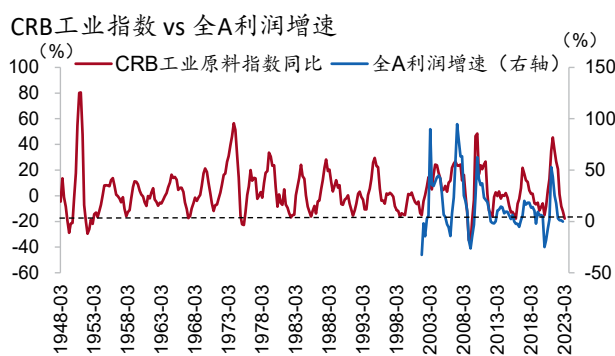
名义经济增速和工业企业营收的一致预期也偏乐观。此外，CRB 工业原料指数同比增速，空间上已降到历史低位，时间上已接近本轮周期尾声，二季度开始很可能开启新一轮经济周期的上行期。尽管开年两个月工业企业利润同比增速下降 22.9%，但环比增速为 29.4%，并没有那么弱，且稍强于季节性，我们认为一季度大概率就是业绩的底部。

图 30：宏观分析师的一致期指向温和复苏



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 31：今年将处于新一轮经济周期的上行期



资料来源：Wind、招商银行研究院

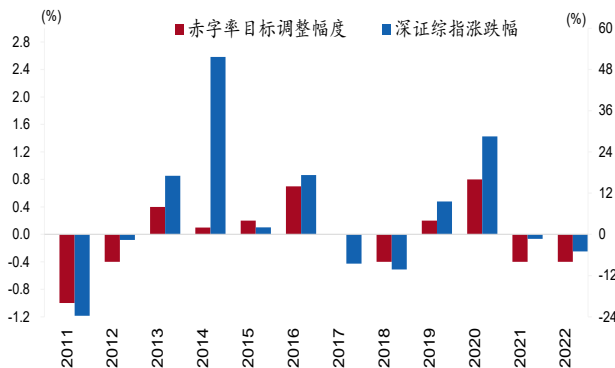
从宏观政策来看，外需回落将促使政策更加积极。第一，扩内需政策持续出台，去年 10 月份出口增速转负后，中共中央和国务院在年底就已发布顶层文件《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，同时中央经济工作会议和两会先后把扩内需摆在今年重点工作的首位。第二，财政政策加力提效，两会将赤字率目标由去年的 2.8% 提升到今年的 3.0%。第三，货币政策精准有力，3 月份央行再度宣布降准 25 个 BP。当前 M2 增速已创近 5 年新高，企业中长贷增速自去年 6 月以来持续创新高。

图 32：规律：企业信贷积极→股市上涨



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 33：规律：两会赤字率目标上调→股市上涨



资料来源：Wind、招商银行研究院

从股票市场的流动性来看，潜在增量资金较为充裕。一方面，在偏积极的宏观政策下，货币信贷将继续增长，企业和居民偏宽松的流动性趋势将维持。另一方面，今年经济格局中强美弱，人民币将震荡偏强，外资将持续流入。

综合考虑，A 股当前既没有估值压力，也没有政策压力和流动性压力，核心的锚是经济预期；预计在海外衰退的背景下，宏观经济仍将温和复苏，A 股



大盘也将震荡上行。点位空间上，今年经济修复的确定性明显强于去年 5-7 月，今年上证指数的高点至少会高于去年 7 月的高点 3425 点。

有投资者担忧海外衰退将影响经济修复力度，进而压制 A 股回升。我们认为，在全球目光都聚焦于海外衰退时，A 股或连同全球股市阶段性共振下跌，但这种影响偏短期。回顾 A 股 30 年历史，每一轮出口增速转负后，内需政策将更加积极，A 股最差的行情也是先震荡后上涨。事实上，对股票市场而言，最重要的是业绩变化的方向，而不是业绩绝对增速的高低。2014-2015 年的牛市，以及 2019-2020 年的牛市，都不是在经济强复苏下酝酿产生的。一旦进入强复苏阶段，则很有可能招致政策的收紧和监管的加码，继而导致行情终结。当前温和复苏的预期以及偏积极的政策环境对股票市场并不是利空，反而是利好。

2、A 股结构：二季度各板块景气度都将有所好转

2.1 行业结构：关注三大方向

一季度板块结构较为分化，基金第一重仓的新能源板块因景气度下滑而走弱，基金第二重仓的消费板块因市场对经济修复力度的担忧也有所走弱，格外亮眼的是数字经济和央企重估两大主题。

表 4：对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序

中信行业	行业大类	产业政策	2022 预测增速%	2023 预测增速%	2024 预测增速%	景气度排序	市盈率 TTM	市净率	PE5 年分位	PB5 年分位	估值水平	综合排序
计算机	科技	强	-42	95	29	1	98	4	37	61	低	第一梯队
电子	科技	强	-28	40	34	2	46	3	45	37	低	第一梯队
消费者服务	消费	中	-52	679	38	6		5		52	中性	第二梯队
食品饮料	消费	中	12	23	19	7	38	7	56	57	中性	第二梯队
医药	消费	中	7	-3	28	8	35	4	30	23	低	第二梯队
国防军工	高端制造	强	3	42	29	3	66	4	48	59	中性	第三梯队
汽车	高端制造	强	-7	46	28	4	40	2	60	55	偏贵	第三梯队
电新	高端制造	强	49	35	25	5	28	3	13	55	中性	第三梯队

资料来源：Wind，招商银行研究院

1) 成长性板块中的科技行业，集齐政策、技术和景气预期三大优势，仍可作为重要主线。

首先政策层面，数字经济迎来最强政策期，继 2 月 27 日中央出台数字经济顶层政策《数字中国建设整体布局规划》后；3 月又通过机构改革方案，成立国家数据局，统筹数字经济规划与发展。政策上将数字经济的定位拔到了新高度。事实上，最近一年高层在持续发布数字经济相关政策，习总书记也在不同场合强调要大力发展数字经济。政策密度之大、层级之高，足见数字经济的战略地位。过往外需回落时，地产成为扩内需的重要载体，如今不将地产作为刺激经济的手段，新的刺激经济的载体则向数字经济等新兴产业突破，这是长期经济结构转型的需要。我们认为，系列顶层政策，意在推动数字经济高质量发展以及技术层面的自主可控，数字经济相关板块基本面有望得到改善。

其次技术层面，基于 AIGC 技术的 ChatGPT 引发资本市场高度关注。美国 OpenAI 公司 2022 年 11 月推出 ChatGPT，仅推出两个月用户量就超 1 个亿。国



内科技巨头腾讯、阿里、百度、字节、京东等对此均在积极跟进。百度已经发布国内版的 GPT 即文心一言。微软已将相关技术应用到 OFFICE 软件，将实现快速生成 PPT、分析 EXCEL 数据等众多便捷功能。技术层面的突破，大有形成新一轮产业趋势的迹象。

再次业绩层面，科技板块一季报的业绩预计较差，全球半导体周期在今年 5 月左右方能见底。不过，从预期层面看，科技行业 2023-2024 年的盈利预测在所有行业中排在领先位置。股票市场素来反映的是业绩预期，而不是当下的业绩，对一季报的业绩可以淡然处之。

最后估值方面，计算机行业 5 年市净率分位已修复到 60-65% 的水平，而电子板块的 5 年市净率分位在 35-40% 相对低位。

科技板块一季度全面上涨，后续可能加大波动来消化当前偏高的拥挤度，板块内部行情有望扩散，实现高低切换，电子等滞涨的子行业可能跟进。放长看，科技板块的市场关注度有望持续提升，就像 13-15 年的互联网，16-19 年的消费升级，20-22 年的新能源。

2) 成长性板块中的新能源，景气度下行，年内想象空间有限。景气下滑逻辑：一则新能源车补贴政策退坡叠加行业价格战，二则上游能源金属和中游动力电池产能过剩，三则海外能源危机缓解叠加外需回落。虽然景气度下滑导致估值下行，但仍能维持较高增速，业绩对股价仍有一定提振作用，新能源板块涨跌空间都不大。

3) 价值型板块中的消费医药行业，随着经济温和复苏，震荡调整后仍有**机会**。一季度消费医药相对弱势，源于去年 11-12 月在防疫政策优化后，报复式反弹一定程度上透支了业绩预期。不过，后续随着经济修复，居民就业和收入水平也将逐渐提升，消费场景和消费意愿将逐步扩大，叠加政策层面把恢复和扩大消费摆在优先位置，消费医药板块基本面修复较为确定。医药板块当前估值较低，处在历史 30-40% 的分位数水平，可加强关注；食品饮料和餐饮旅游估值水平大约在 50% 附近，也可结构性关注。

4) 价值型板块中的央企重估主题，估值低位+经济温和复苏+政策驱动，年内仍有**机会**。去年底以来国资委开启新一轮央企改革，又恰逢证监会主席提出中国特色估值体系，打开了市场对央企重估的想象空间，一季度中字头央企指数上涨约 10%，仅次于科技板块。我们认为，此次央企改革重点将资本市场喜好的 ROE 纳入考核体系，一则有利于央企实际盈利能力的提升，二则也将加大资本市场对央企的关注度。值得注意的是，当前央企重估仍停留在主题炒作阶段，靠央企改革产生的额外业绩所需时日较长，光是考核目标提升也未必能有实际效果，市场在期待更多更具体的改革举措。不过对深度价值投资者来说，低估值的央企，在经济温和复苏背景下业绩本身就会修复，同时叠加政策驱动，已是布局良机。

总体而言，随着二季度经济温和复苏，各个板块的景气度都将有所好转，各板块轮动上涨的概率较大。科技板块仍是重要主线，结构性关注医药消费板块，央企重组主题也值得关注。



表 5：重点指数景气度综合排序

板块	指数类型	2022 利润增速	2023 利润增速	2024 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综 合排序
创业板	宽基	32	46	27	35	4.8	9	34	1
科创50	宽基	51	20	26	42	4.6	20	18	2
中证500	宽基	2	23	20	24	1.8	52	29	3
中证1000	宽基	16	15	25	31	2.4	29	42	4
沪深300	宽基	11	12	13	12	1.4	32	25	5
上证指数	宽基	10	11	13	13	1.3	55	25	6
上证50	宽基	12	3	10	10	1.3	32	51	7
成长	中信风格	29	55	28	46	3.4	25	50	1
消费	中信风格	21	29	16	35	3.6	55	50	2
周期	中信风格	12	12	16	17	1.7	19	51	4
稳定	中信风格	24	18	14	18	1.3	98	79	3
金融	中信风格	2	12	11	7	0.7	15	7	5
TMT	产业链	-6	39	23	43	2.8	36	33	1
下游	产业链	25	41	20	42	3.4	58	51	2
中游	产业链	4	28	25	27	2.5	42	47	3
基建	产业链	15	37	18	22	1.4	95	49	4
上游	产业链	60	0	9	10	1.4	6	60	5

资料来源：Wind，招商银行研究院

2.2 市值结构：继续看好中小盘

一季度市值风格整体偏中小盘，累计涨幅中证 1000>中证 500>沪深 300。我们认为，中小盘相对强势的趋势将延续，经济温和复苏和宏观流动性偏宽松的环境，小盘股的业绩弹性将更大。

3、港股：牛回头是配置良机

二三月份港股有所调整，我们认为这是牛回头。今年中国宏观经济温和复苏的趋势较为确定，美联储加息周期步入尾声也是大概率事件，业绩和流动性的双重利好将带动港股走牛。恒生科技以互联网公司为主，其本质是服务内需的平台经济，与消费高度相关。该板块今年同时受益于消费复苏、数字经济政策和 AI 技术创新，业绩修复确定，政策定位提升，想象空间打开，趁回调可逐步加仓。

4、权益投资建议：保持高仓位，风格均衡偏成长

仓位方面，保持乐观思维，维持较高仓位。

结构方面，第一关注计算机、电子等科技板块，第二关注医药、消费板块，第三关注央企重估主题。

产品方面，第一关注持仓偏科技风格偏中小成长的基金，第二关注消费医药类基金，第三关注持仓偏低估值的深度价值型基金。对冲产品方面，当前对冲成本处于合意区间，成长风格也相对强势，整体对冲环境较为有利，建议低风险偏好者继续持有对冲产品。

四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会



对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

（一）胜率：境内权益资产胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、中资美元债、港股科技股、黄金胜率较高，国内固收、美股、美债胜率中等。

（二）盈亏比：境内股票高于债券

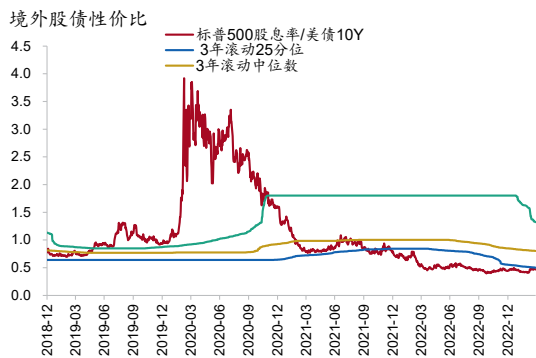
1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵。

图 34：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 35：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

2) 资产内部对比来看：

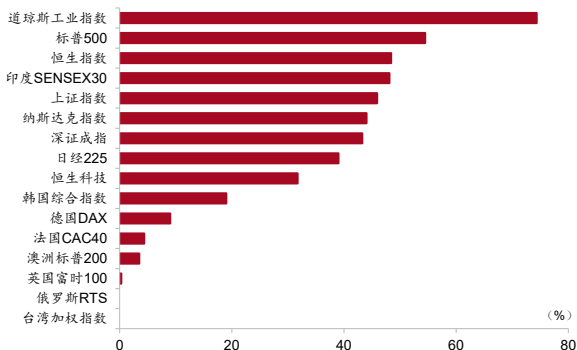
权益：A 股在全球市场中估值属于中等水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数中等，A 股在全球主要股票资产中估值适中。

固收：美债>中债。美债>中债。中债利率目前处于 2.9% 附近的位置，盈亏比中等。美债利率在 3.6% 附近，盈亏比较高。

黄金：盈亏比中等。

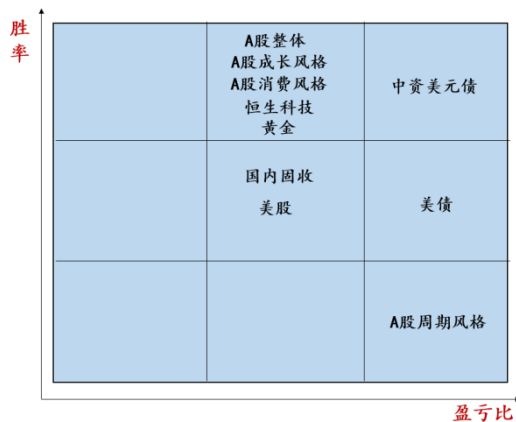
图 36：横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于中等水平

全球主要股指估值分位数



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 37：“胜率—盈亏比”九宫格



注 1：胜率越高代表未来获正回报的概率越高，盈亏比越高代表估值越低

资料来源：招商银行研究院

（三）结论：维持不变

根据市场研判与分析，我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：高配：A 股的成长风格。中高配：A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债、中资美元债。标配：中国国债、信用债、A 股的周期风格、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。

表 6：大类资产配置及投资策略建议表

资产类别		市场趋势及配置建议			投资策略			
		月度趋势	配置建议 (未来 6 个月)	配置变化	投资策略	策略标的	起始时间及期间表现	执行/终止 及其原因
汇率	美元	偏弱震荡	标配		做多美元	美元指数	2021 年 6 月 21%	终止，因美元未来或趋向于偏弱震荡
	欧元	偏强震荡	标配					
	人民币	偏强震荡	标配					
	日元	偏强震荡	标配					
	英镑	偏强震荡	标配					
贵金属	黄金	上行	中高配		做多黄金	伦敦金	2022 年 12 月 8%	执行
固收	中国国债	震荡	标配		中短久期	中债国债及政策性银行债（1-3 年）指数	2021 年 12 月 3.5%	执行
	中国信用债	震荡	标配		下沉评级	中债短融 AA 指数	2021 年 4 月 8.8%	执行
	美债	上行	中高配		做多美债	彭博美国国债 10 年期总回报指数	2022 年 12 月 2.9%	执行
	中资美元债	上行	中高配		做多中资美元债	Markit iBoxx 亚洲中资美元债券指数	2022 年 12 月 2%	执行
权益	A 股	上行	中高配					
	一消费	上行 上行	中高配		必需消费	食品加工（申万）	2022 年 4 月底 1.3%	执行



					医疗服务（申万）	2022 年 7 月底 -8%	
	一周期	上行	标配				
	一成长	上行	高配		成长	计算机（申万）	2022 年 12 月底 34% 执行
	港股-科技	震荡	中高配		配置恒生科技	恒生科技指数 ETF	2022 年 4 月底 -5% 执行
	美股	上行	标配				

注：“配置变化”比较基准为 2023 年 3 月展望配置策略

资料来源：招商银行研究院

表 1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工Ⅲ,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营Ⅲ。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采Ⅲ,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡锑,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,维纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料涂漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃Ⅲ,陶瓷,造纸Ⅲ,工程机械Ⅲ,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表Ⅲ,金属制品Ⅲ,电站设备Ⅲ,一次设备,二次设备,乘用车Ⅲ,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件Ⅲ,汽车销售及服务Ⅲ,摩托车及其他Ⅲ,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体Ⅲ,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务Ⅲ,稀有金属Ⅲ,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修Ⅲ,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装Ⅲ,其他军工Ⅲ,生物医药Ⅲ,其他食品,种子,物流,PC 及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备Ⅲ,其他元器件Ⅲ,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务Ⅲ,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT 外包服务,系统集成及 IT 咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工Ⅲ,百货,超市,连锁,贸易Ⅲ,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电Ⅲ,黑色家电Ⅲ,小家电Ⅲ,照明设备,其他家电,服装Ⅲ,服饰Ⅲ,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒Ⅲ,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料Ⅲ,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行Ⅲ,股份制银行,城商行,证券Ⅲ,保险Ⅲ,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务Ⅲ。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇