



招商銀行 | 研究院
CHINA MERCHANTS BANK | Institute

PRIVATE
BANKING

助您家业常青
是我们的份内事

私人银行 季度投资观点

二零二三年 第二季度

2023年二季度配置策略

稳步重启

2023年一季度，美联储加息两次加息 25bp，本轮加息周期进入尾声，美欧银行接连出现风险事件，欧美衰退隐忧骤增，刚刚恢复的全球资本市场再次经受挑战。境内方面，强预期与弱现实的矛盾仍在继续，两会定调稳定，市场对基本面复苏程度的担忧加剧，股票市场强势开局后转为震荡，债券市场利率中枢基本持平。

展望 2023 年二季度，在美联储加息周期即将结束的宏观背景下，欧美衰退风险将如何演绎；国内基本面能否切实回升，将如何影响境内资本市场；不同变化下各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对 2023 年二季度资产配置的最新观点。

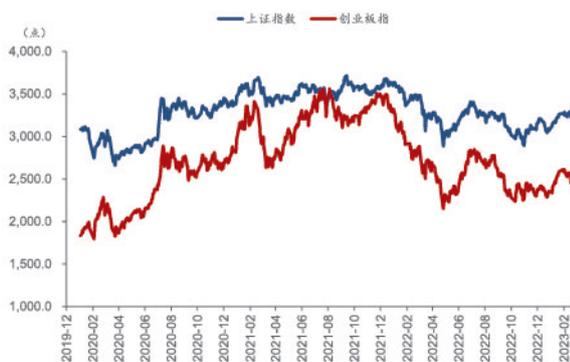
■ 2023 年一季度大类资产表现回顾：境外股债双牛，境内股牛债平

一季度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，部分资产表现与预期不符。其中，A 股全面反弹（图 1）；境外国债收益率下行，而中债利率保持稳定（图 2）；美元下跌，贵金属普遍上涨（表 1）。

境外资产方面，美元指数下行，黄金走强，美债利率下行，美国三大股指反弹，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。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。

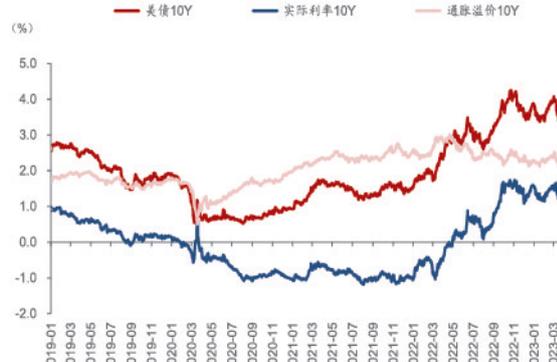
境内市场方面，中国国债利率、人民币汇率及 A 股震荡偏强，其中股市经过开年反弹后回归震荡，显示出当下国内经济仍处于弱复苏当中，受海外银行风险事件对国内经济预期的影响，宽基指数中，科创板走势较强，上证 50 走势较弱，其余差异不大。风格指数中，成长、稳定涨幅居前，科技板块已成为市场的领涨板块。

图 1：境内 A 股市场上涨后重回震荡



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

2023年二季度配置策略

表 1: 主要资本市场表现

大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	本月以来 (%)
权益	MSCI 发达市场	2174	7.0%	14.6%	2.2%
	MSCI 新兴市场	59416	3.4%	9.7%	1.9%
	道琼斯工业平均指数	33274	0.4%	15.8%	1.9%
	标准普尔500指数	4109	7.0%	14.6%	3.5%
	纳斯达克综合指数	12222	16.8%	15.6%	6.7%
	上证综合指数	3273	5.9%	8.2%	-0.2%
	伦敦金融时报100指数	7632	2.4%	10.7%	-3.1%
	巴黎CAC40指数	7322	13.1%	27.1%	0.7%
	法兰克福DAX指数	15629	12.2%	29.0%	1.7%
	东京日经225指数	28041	5.2%	5.8%	2.2%
	韩国综合指数	2477	10.8%	14.9%	2.7%
	恒生指数	20400	3.1%	18.4%	3.1%
	台湾加权指数	15868	9.7%	18.2%	2.3%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	101882	-4.4%	-7.4%	-2.9%
俄罗斯 RTS 指数	997	-2.5%	-5.4%	5.3%	

大类资产	名称	现价	今年以来 (BP)	过去6个月	本月以来 (BP)
利率	美国10Y	3.48	-40	-35	-44
	中国10Y	2.85	2	9	-5
	英国10Y	3.53	-27	-63	-33
	法国10Y	2.78	-34	6	-34
	德国10Y	2.35	-18	23	-30
日本10Y	0.39	-7	11	-14	

大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	本月以来 (%)
贵金属	黄金	1969	8.0%	18.5%	7.8%
	白银	24	0.7%	26.9%	15.4%

大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	本月以来 (%)
汇率	美元	102.60	-0.9%	-0.5%	-1.3%
	人民币	6.87	1.2%	3.2%	1.0%
	日元	132.81	-1.3%	-0.2%	2.6%
	英镑	1.23	1.0%	10.4%	2.5%
欧元	1.08	1.3%	10.8%	2.5%	

数据来源: Wind, 数据截至 2023/03/31

2023年二季度大类资产配置展望：加大权益类配置，重视结构性机会

展望二季度，美联储加息周期或逐渐步入尾声，海外市场进行宽松交易，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；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，若出现更强劲的需求改善迹象，则将提高风险偏好预期，将利好境内权益资产，利空境内固收资产。

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（见表2）：

表 2: 主要资产配置建议汇总表

资产类别	配置建议					配置变化
	高配	中高配	标配	中低配	低配	
贵金属		●				
固收	黄金		●			
	中国国债		●			
权益	中国信用债		●			
	A 股		●			
	—消费		●			
	—周期			●		上调
	—成长	●				
对冲		●				
港股-科技		●				

定稿日期: 2023/04/06

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

目 录

一、2023 年二季度宏观经济主线：海外将交易宽松，国内经济延续修复	4
■ 主线一：美联储加息周期或逐渐步入尾声，市场进行宽松交易	4
■ 主线二：二季度国内经济延续修复有利于风险偏好稳定	6
二、主要市场研判：海外风险资产表现将趋弱，国内风险资产表现将趋稳	7
■ 境内固收：预计震荡偏弱	7
（一）利率债展望：利率震荡偏上行	7
（二）信用债展望：信用利差震荡偏小幅上行	8
（三）固收投资策略：震荡中保持谨慎	9
■ 境内权益：震荡中保持乐观，均衡中更偏成长	11
（一）A 股大盘：震荡上行	11
（二）A 股结构：二季度各板块景气度都将有所好转	12
（三）权益投资建议：保持高仓位，风格均衡偏成长	15
（四）港股策略建议：牛回头是配置良机	15
■ 美股：震荡筑底，逐步增配科技板块	15
■ 美债：利率趋向下行	17
■ 中资美元债：具备配置价值，注意内部分化	17
■ 商品：黄金整体易上难下，原油偏空	18
三、大类资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会	19

2023 年二季度宏观经济主线：海外将交易宽松，国内经济延续修复

展望二季度，海外市场的交易重点将回归到美国经济浅衰退以及美联储加息周期的步入尾声。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的确定性较强，有利于稳定住风险偏好水平。

■ 主线一：美联储加息周期或逐渐步入尾声，市场进行宽松交易

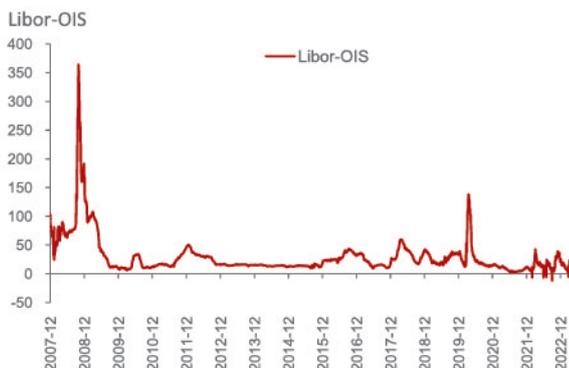
第一，欧美银行业风波令市场脆弱性上升，在强化了美国经济衰退的同时，也令美联储对于加息更为谨慎。随着硅谷银行、签名银行的倒闭，以及瑞信被收购，市场对金融风险的关注度不断上升，避险情绪也一度成为主导逻辑。

欧美银行业出现系统性风险的概率不大。一方面，本次暴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 BTFP 工具为存款机构提供流动性支持等等。

不过，尽管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，继续抛售。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，

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



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。

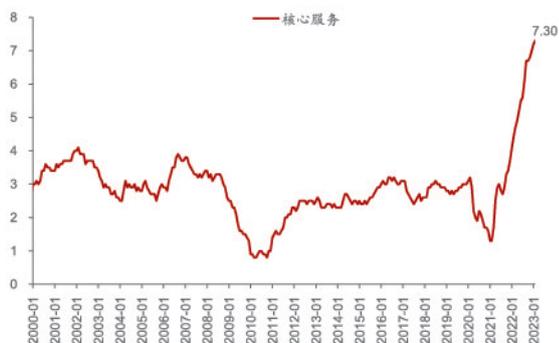
第二，美联储暗示加息周期可能行至尾声。美联储在 3 月继续加息了 25bp，但同时给市场释放了加息周期可能即将结束的信号——删去了“继续多次加息（ongoing increases）”的表述，改为“一些额外政策紧缩（some additional policy firming）”。这是美联储在抗通胀和防范金融风险的双重考虑下，做出的折中决定。

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，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（图 3、图 4）。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。

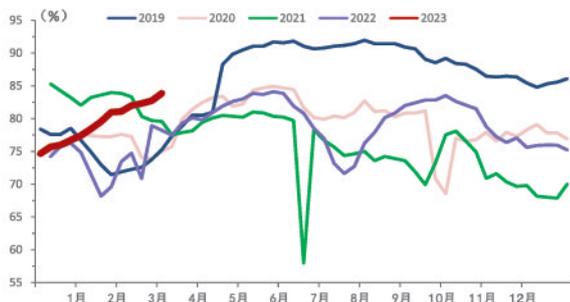
图 4：核心服务通胀仍处高位且未有下滑迹象

美国核心服务通胀水平



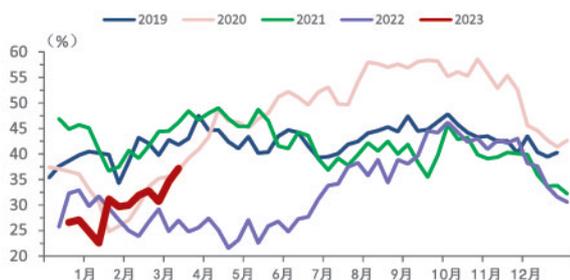
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：3 月高炉开工率（247 家）高位运行



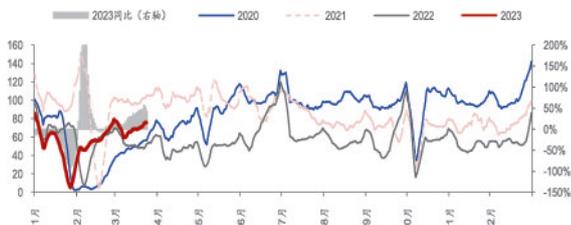
资料来源：Wind、招商银行研究院

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）

■ 主线二：二季度国内经济延续修复有利于风险偏好稳定

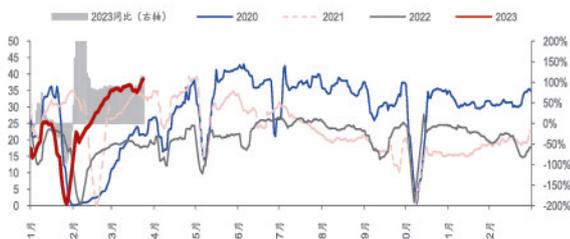
3 月两会确定的全年经济增长目标低于市场预期，市场下修对未来的经济增长预期，叠加海外银行业风险事件影响，整体的风险偏好有所回落。

从高频数据来看，经济的需求端和生产端延续修复，不过速度环比有所放缓。生产端，电厂日耗季节性回落，全国高炉开工率（图 5）、全国石油沥青开工率延续上行（图 6），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（图 7），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（图 8），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的情况，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。

二季度国内经济有望继续修复。由于疫情影响，去年二季度形成低基数，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。



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）

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。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。

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，需要注意潜在的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，可能会对市场预期和经济带来短暂的负面影响。

主要市场研判：海外风险资产表现将趋弱，国内风险资产表现将趋稳

■ 境内固收：预计震荡偏弱

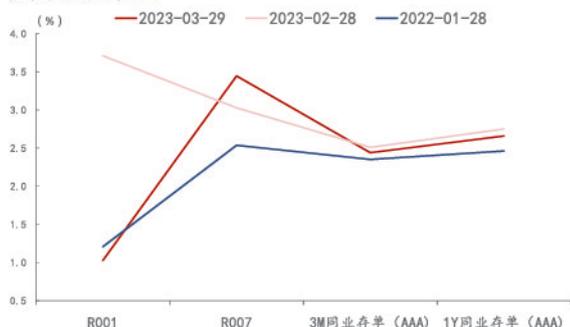
（一）利率债展望：利率震荡偏上行

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（图 9）。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

图 9：3 月银行间资金利率维持平稳

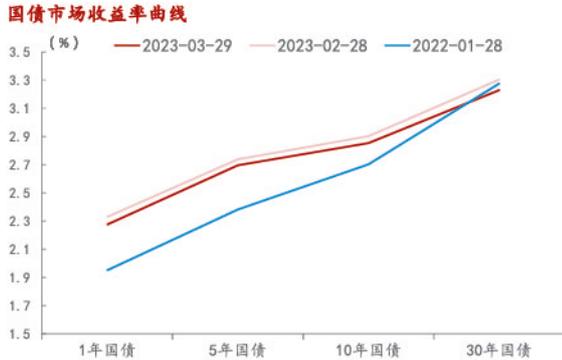
货币市场收益率曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

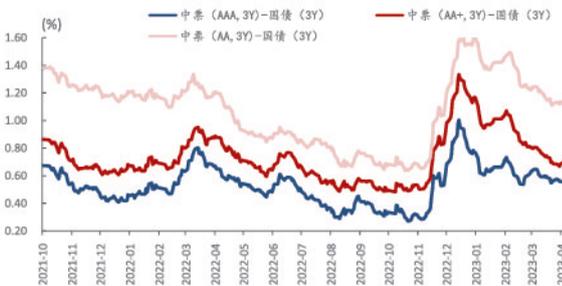
主要市场研判

图 10：3 月国债利率中枢小幅下移，曲线维持



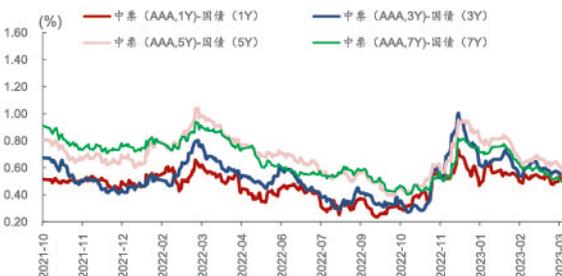
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 3 月 29 日

图 11：3 月高级信用利差震荡，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 12：3 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

可能维持在一定水平，预计 1 年期同业存单（AAA）利率可能在 1 年期 MLF 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（图 10），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。

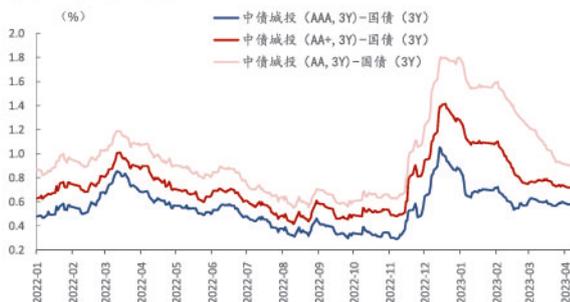
（二）信用债展望：信用利差震荡偏小幅上行

3 月信用利差震荡小幅下行，高级信用利差震荡为主，中低评级信用利差向下压缩（图 11、图 12）。展望后期，信用利差继续压缩的空间相对有限，尤其是高级信用利差，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。

城投债：3 月城投债信用利差高低评级分化，高级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

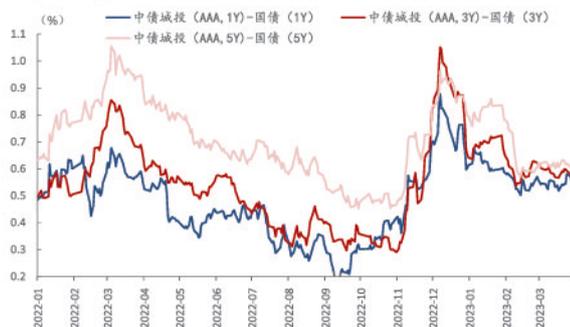
主要市场研判

图 13: 3月高级级城投信用利差震荡, 低评级城投信用利差压缩
分等级城投债信用利差



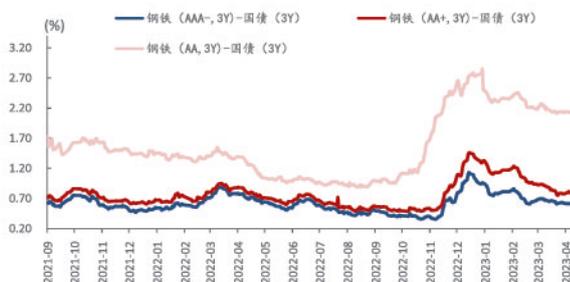
资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至3月29日

图 14: 3月不同期限城投信用利差震荡
分期限城投债信用利差



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至3月29日

图 15: 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

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级级城投的影响。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 13、图 14)。

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(图 15、图 16), 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, 基本面复苏将持续利好强周期债, 利好的程度还要看地产、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, 但二季度钢企间的盈利状况或将分化。整体维持谨慎乐观的看法。

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(图 17)。展望二季度, 政策累积下房企中优质央国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, 优质央国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。

(三) 固收投资策略: 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。

主要市场研判

图 16: 3 月煤炭债信用利差震荡向下



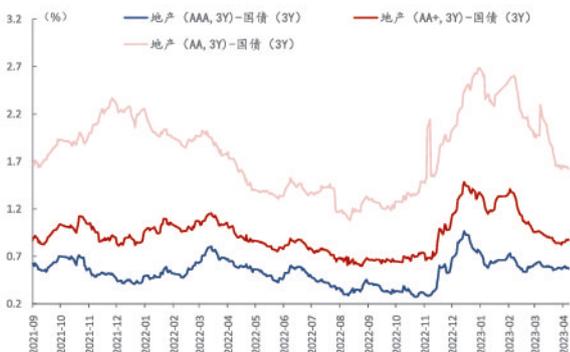
资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 3 月 29 日

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。关注部分弱资质城投平台债偿债压力上升的风险。

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, 不应对经济修复过度悲观。建议产品策略上以稳健为主, 货基、存单基金、短债仍可持续持有, 而中长久期债净值可能会有波动, 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, 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。

图 17: 3 月高级别地产债信用利差震荡, 中低评级信用利差下行
分等级房地产信用利差

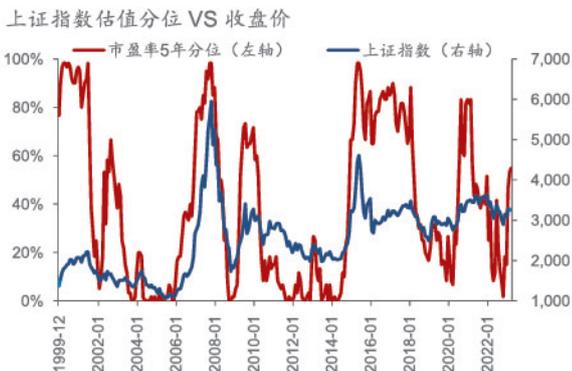


资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 3 月 29 日

展望二季度, 经济将处于加速修复期, 整体上固收产品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。

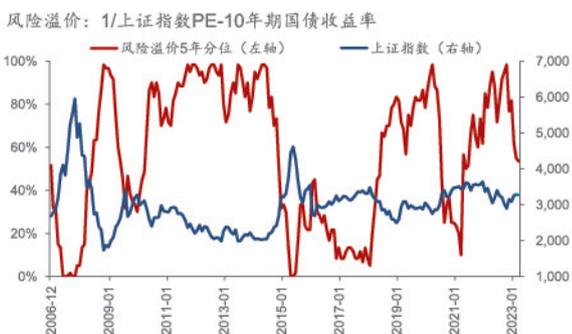
主要市场研判

图 18：绝对估值：市盈率处历史均值水平



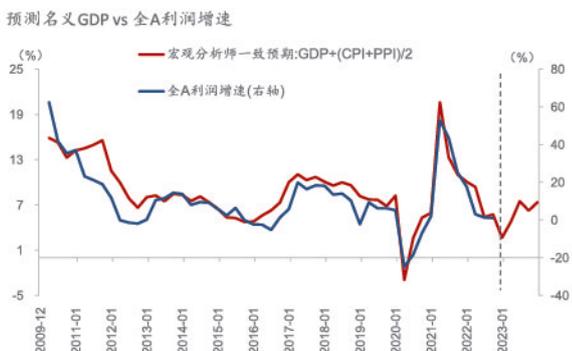
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 19：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

图 20：宏观分析师的一致预期指向温和复苏



资料来源：Wind, 招商银行研究院

■ 境内权益：震荡中保持乐观，均衡中更偏成长

（一）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（图 18、图 19）。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。

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（图 20）。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（图 21）。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，一季度大概率就是业绩的底部。

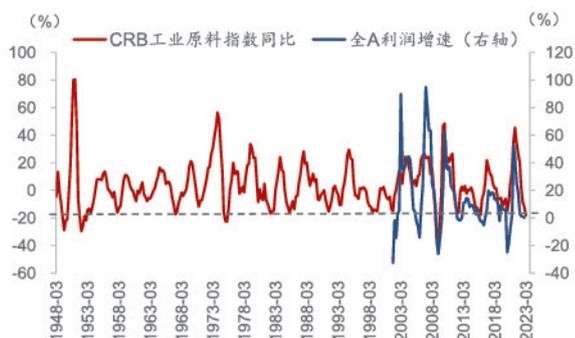
从宏观政策来看，外需回落将促使政策更加积极。**第一，扩内需政策持续出台**，去年 10 月份出口增速转负后，中共中央和国务院在年底就已发布顶层文件《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，同时中央经济工作会议和两会先后把扩内需摆在今年重点工作的首位。**第二，财政政策加力提效**，两会将赤字率目标由去年的 2.8% 提升到今年的 3.0%（图 22）。**第三，货币政策精准有力**，3 月份央行再度宣布降准 25 个 BP。当前 M2 增速已创近 5 年新高，企业中长贷增速自去年 6 月以来持续创新高（图 23）。

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

主要市场研判

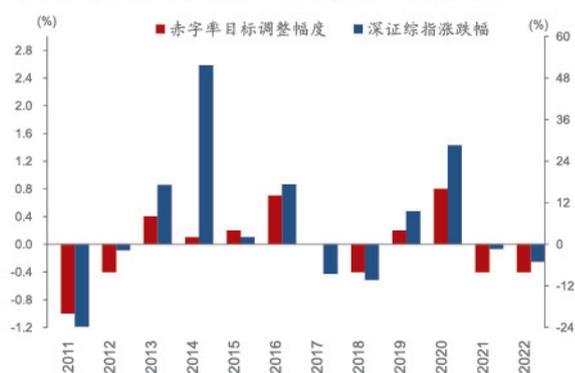
图 21：今年将处于新一轮经济周期的上行期

CRB 工业指数 vs 全 A 利润增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

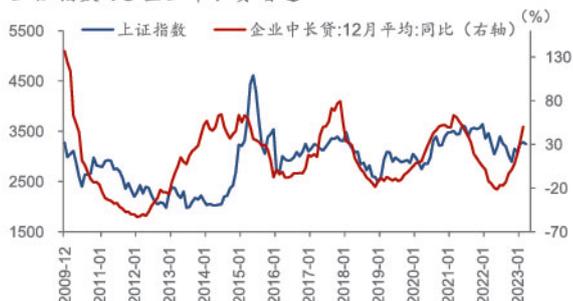
图 22：规律：两会赤字率目标上调→股市上涨



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 23：规律：企业信贷积极→股市上涨

上证指数 VS 企业中长贷增速



资料来源：Wind，招商银行研究

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。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。

（二）A 股结构：二季度各板块景气度都将有所好转

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。

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

主要市场研判

表 3: 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 预期 增速%	2023 预期 增速%	2024 预期 增速%	景气度 排序	市净率 TTM	市净率 分位	PES 年 分位	PBS 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	偏高	第三梯队
电网	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

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性地位。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。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。

主要市场研判

成长性板块中的新能源，景气度下行，年内想象空间有限。景气度下滑逻辑：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。

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。

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。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（表 3、表 4）。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 4：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
上证综指	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	中证风格	29	55	28	46	3.4	25	50	1
消费	中证风格	21	29	16	35	3.6	55	50	2
周期	中证风格	12	12	16	17	1.7	19	51	4
稳定	中证风格	24	18	14	18	1.3	98	79	3
金融	中证风格	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

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。展望二季度，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。

（三）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，维持当前仓位。

结构方面，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，结构性关注央企重组主题、医药消费板块。

产品方面，建议通过量化类、结构化产品作为股票类配置的主要品种；对风格、行业有一定偏好的客户，可选择主题方向进行配置，现阶段建议关注央国企重估、数字经济和均衡方向。

（四）港股策略建议：牛回头是配置良机

一季度港股有所调整，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。

■ 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。

图 24：经济增速下降将导致企业收入增速下降

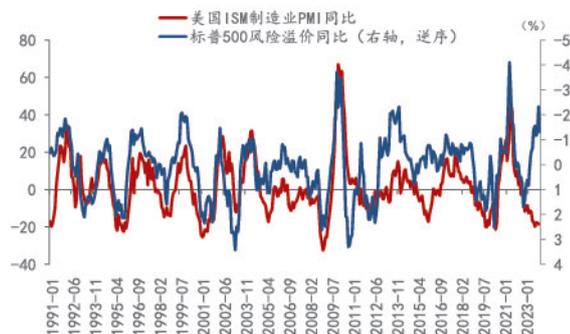


资料来源：Wind，招商银行研究院

主要市场研判

图 25：美股风险溢价未反映增长放缓的风险

美股风险溢价未反映经济衰退风险



资料来源：Wind，招商银行研究院

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。

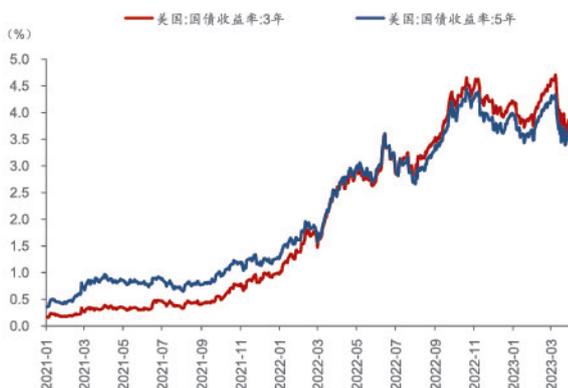
企业盈利增速放缓是美股的主要风险（图 24）。预计美国经济将陷入“浅衰退”，在美联储持续加息且伴随局部金融风险发生后，市场对经济衰退的担忧更甚。经济领先指标继续印证了这个判断，2 月制造业 PMI 继续反弹至 47.7，新订单指数大幅反弹至 47，但仍明显低于荣枯线。由于本轮经济预计是“浅衰退”，且美国企业和居民资产负债表相当健康，预计对企业盈利的影响比较温和。

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（图 25）。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。

主要市场研判

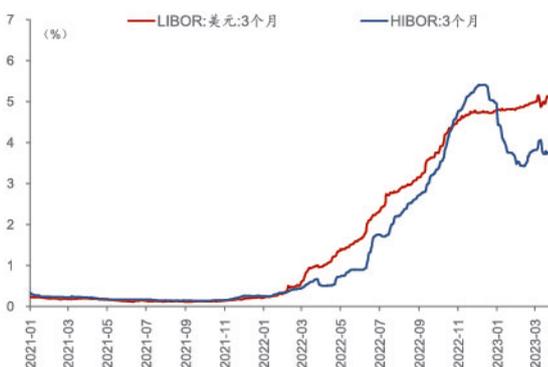
图 26: 美债中期利率仍处于高位



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 27: Libor、Hibor 利率仍然偏高

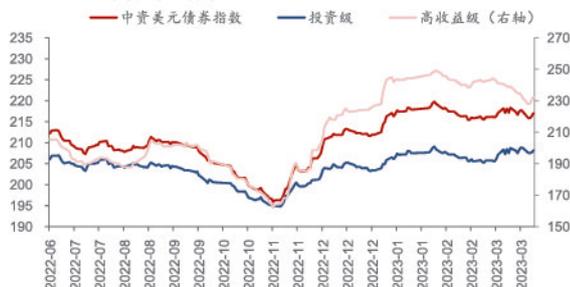
Libor 3M和Hibor 3M



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 28: 中资美元债高收益级回落较多

Markit iBoxx 中资美元债券指数



资料来源: Wind, 招商银行研究院

■ 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% (图 26)。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(图 27),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。

■ 中资美元债: 具备配置价值, 注意内部分化

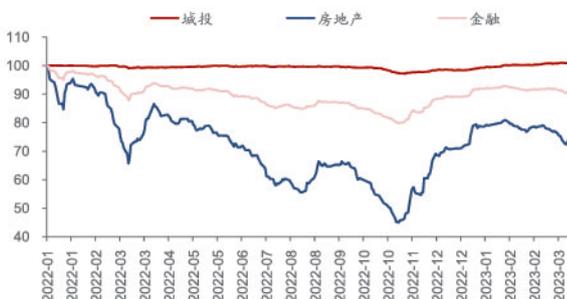
受益于美债基准利率的回落以及地产行业风险的下降,中资美元债的上涨趋势已经形成,具备配置价值(图 28、图 29)。但是,仍要注意内部分化的问题。

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

主要市场研判

图 29：地产债回落幅度较大

Markit iBoxx 中资美元债券指数（分板块）



资料来源：Wind，招商银行研究院

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。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。

高收益债能否再续上行动能，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。

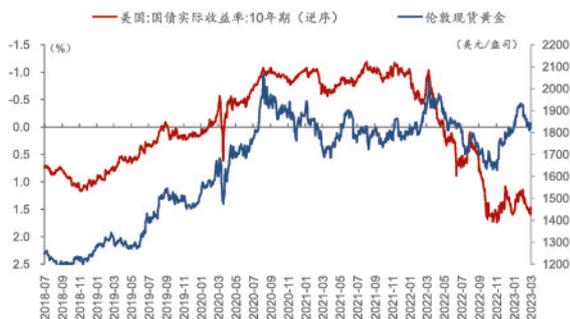
■ 商品：黄金整体易上难下，原油偏空

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（图 30、图 31）。策略上，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。

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

图 30：黄金 vs 美债 10Y 实际利率

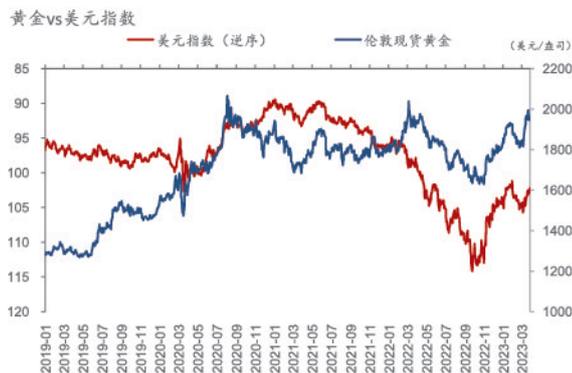
黄金 vs 美债 10Y 实际利率



资料来源：Wind，招商银行研究院

大类资产配置策略

图 31：黄金 vs 美元指数



资料来源: Wind, 招商银行研究院

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，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，维持对铜价看多的观点不变。

大类资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会

展望二季度，美联储加息周期或逐渐步入尾声，海外市场进行宽松交易，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；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，若出现更强劲的需求改善迹象，则将提高风险偏好预期，将利好境内权益资产，利空境内固收资产。

根据市场研判与分析，对未来 6 个月的大类资产配置的配置建议维持不变，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。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我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担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有。保留一切权利。





招商银行私人银行 助您家业常青 是我们的份内事

招商银行私人银行汇聚“1+N”专家团队的经验和智慧，遵循独特严谨的“螺旋提升四步工作法”，为您提供财富管理方案，并打造“开放式产品平台”助您捕捉更多投资机会。成立15年来，屡获业界国内外权威机构和媒体的认可，让我们倍受鼓励，载誉前行。

当您的金融资产在1000万人民币以上，希望拥有“1+N”专家团队的私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多
“私人银行”详情

请致电95555，或登录cmbchina.com

 招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

Private Banking
私人银行

