

2023 下半年权益策略：曙光在望，主题投资或继续活跃

中国经济一季度迎来“开门红”后，二季度起“三重压力”再度显现，投资、出口、消费等数据重新走弱，A 股先涨后跌，主题投资活跃，结构性特征明显。

展望未来，短期经济恢复速度放缓将导致市场风险偏好回落，预计 A 股震荡格局难破；但中长期看，无论是经济发展的方向，还是政策导向都较为积极，股市较难出现指数级别下跌，适合逢低配置。与过去几年交易集中在几个主线赛道类似，下半年预计仍以结构性行情为主，择时、精选结构带来的超额收益或更显著。

市场回顾：结构性行情下，TMT 成主线

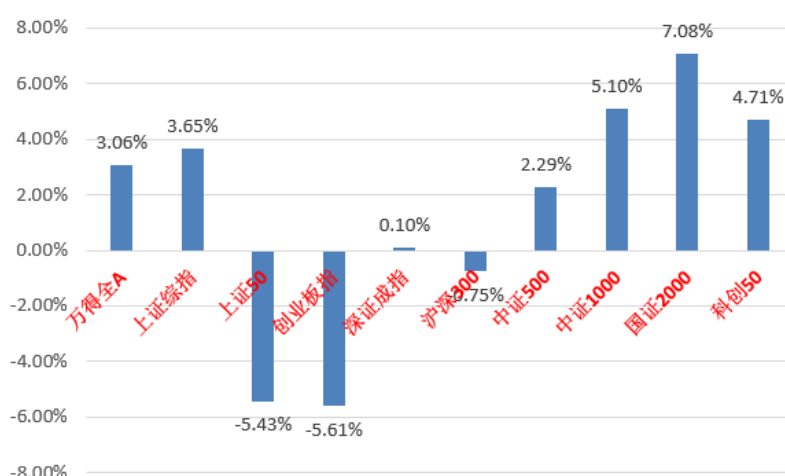
2023 年以来，A 股一扫 2022 年的萎靡，表现较为强势，但也有很强结构性特征：

开年以来随着经济恢复预期增强，外资持续流入，A 股全面反弹至 2 月中旬；

2 月中旬至 3 月中旬，随着进一步的经济刺激政策落空、经济数据开始回落，叠加海外银行风险事件，A 股进入震荡下跌区间。

3 月中旬至今，由于开年经济数据确有复苏导致政策定力增强，市场刺激预期降低，叠加国内经济数据持续走弱和国际关系影响，A 股进入震荡的结构性行情，主题投资活跃，市场焦点聚焦于催化集中、未来发展空间大的数字经济、中特估等主题投资。

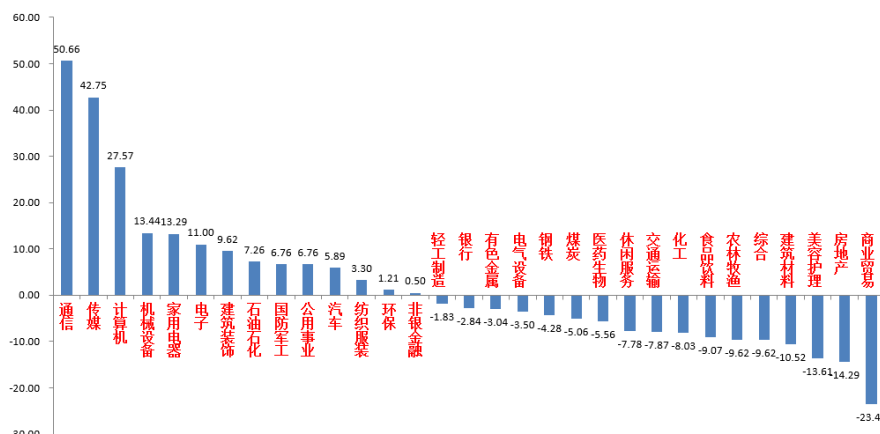
图：上半年 A 股主要指数涨跌幅



数据来源：wind，截至 2023 年 6 月 30 日，指数业绩并不预示其未来表现。

纵观上半年，在数字经济和“中国特色估值体系”等主题投资概念的推动下，通信、传媒、计算机、机械设备等板块涨幅居前。

图：上半年 SW 主要板块涨跌幅



数据来源：wind，截至 2023 年 6 月 30 日，指数业绩并不预示其未来表现。

宏观经济：“弱复苏”延续，政策预期增强

在一季度各项经济数据开始边际好转之际，4 月 28 日，中共中央政治局会议胜利召开，在 22 年中央经济工作会议的基础上，中央结合一季度经济成绩单，对经济政策作出新的部署。会议通稿提到，2023 年以来，向常态化恢复的积压式需求推动经济回升向好，但是内生动力不强；“三重压力”得到缓解但依然存在，所以要推动经济持续好转，需要有形的手与无形的手结合起来。会议部署两条鲜明主线：

一是乘年初开局良好势头，继续恢复和扩大需求，推动经济运行持续好转，考虑一季度经济恢复速度较好，完成全年 5% 的 GDP 增长目标希望较大，总量政策发力紧迫性下降，但也不会急于退出，财政方面会继续用结构性的政策工具呵护薄弱环节；

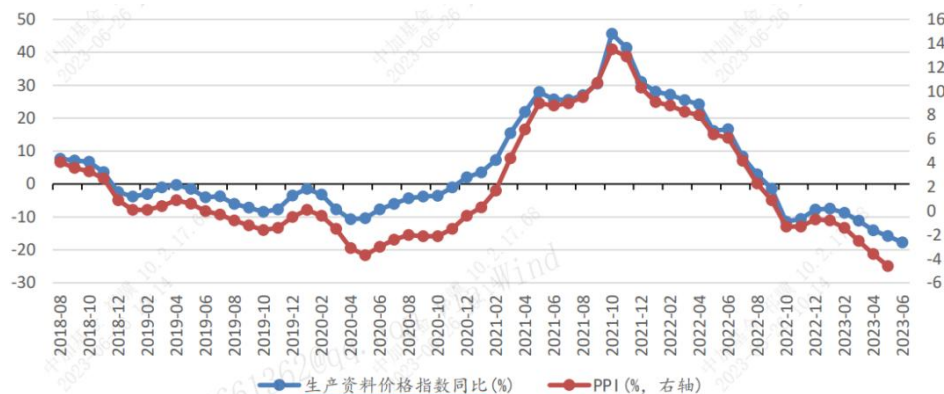
二是推动经济高质量发展转型，寻找新的增长点，加快建设现代化产业体系，稳定民企和外商投资信心，以“政策效力”撬动“经营主体活力”，形成发展的新动力。

在一季度的“开门红”后，二季度起我国经济“三重压力”再度显现，投资、出口、消费等数据重新走弱，稳增长压力再现。数据上，最直观也是市场最关心的就是 PPI 数据。5 月 PPI 继续探底，同比较上月下降 1 个百分点至-4.6%。由于投资需求较弱，黑色和有色金属价格大幅下跌，黑色金属冶炼同比下降 16.8%（-13.6%）。煤炭、钢材、水泥等行业供应总体充足，但需求偏弱，价格均下降。此外，中游行业价格普遍下行，通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业等价格也出现不同程度下降。

投资方面，地产投资依然处于负增长中，仅竣工端在“保交楼”支持下取得正增长、基建投资增速也有所放缓。考虑到 2022 年三四季度基数较低，后续由于“弱现实”可能使得政府出台经济刺激政策，PPI 有望寻底成功。

若 PPI 寻底成功，与之相关的库存周期也可能从“主动去库存”进入“被动去库存”阶段，随之而来的就是企业利润的回暖。对于后续宏观经济仍应抱有希望。

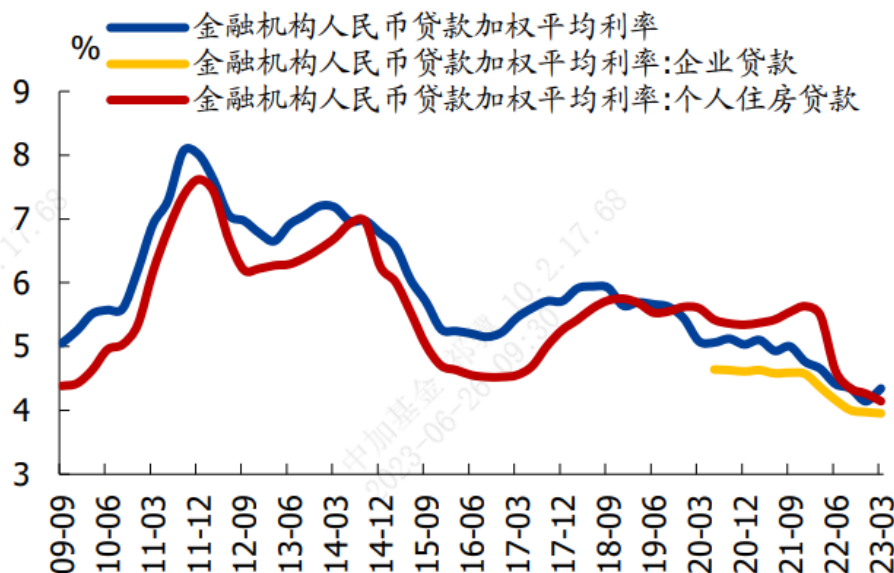
图：PPI 同比及环比情况



数据来源：wind

在稳增长、扩大内需至关重要的背景下，预计 2023 年宏观流动性仍将维持“平衡偏宽松”状态，中央经济工作会议中去掉了“不搞大水漫灌”的说法，央行也在今年先后推出了降准、降息等动作来呵护流动性，结合降低存款利率等做法，央行支持实体经济流动性宽松意图明显。

图：当前利率已处于历史较低水平



数据来源：wind

后市展望：“情绪底”“政策底”接近出现

宏观维度，短期看经济恢复速度的放缓导致市场风险偏好回落，A 股处于震荡区间，但中长期看，无论是经济发展的方向还是政策导向都较为积极，A 股很难出现指数级别的下跌，较为适合逢低配置。与过去几年交易集中在

几个主线赛道中类似，下半年市场预计仍以结构性行情为主，择时、精选结构带来的超额收益更加显著。

从经济基本面看，5月各种经济数据仍较弱（消费、投资、出口三驾马车均有承压）表明经济仍处于弱复苏趋势未改。但宏观政策方面已经出现了好的信号，随着央行降息和国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，政策支持经济预期持续提高；随着多位美国高官和商业领袖访华，海外紧缩政策对A股的边际影响可能短期减弱。

从流动性看，总体资金面“平衡偏宽松”局面未变，央行及时推出逆回购降息等政策来呵护流动性。资金面看，两融资金已低位企稳，北向资金重返净流入，为市场带来一定增量资金。目前市场“强预期、弱现实”状态持续。

当前全部主要指数PE和PB估值分位数均低于历史均值，股债收益差仍然处于 $-1X \sim -2X$ 标准差之间，预期刚刚从底部回升，A股指数级下行空间不大，如有新的经济刺激政策出台，向上弹性较大，市场“情绪底”和“政策底”接近出现。

当下的基本面和流动性背景仍然较为支持主题投资；行业上，短期建议继续关注并积极配置政策预期较强的“主题投资”标的，包括数字经济、中国特色估值概念等。数字经济作为逻辑最顺的方向在高位出现分化调整，后续关注业绩转化情况；中特估方面，重点关注资产质量开始转好的低估值高分红通信、建筑、能源、公用事业、金融等行业央企。此外，还可根据业绩增加对“经济复苏扩大内需”线的估值较合理的地产顺周期、消费医药、高景气成长细分行业，尤其是受益一带一路或有其他催化的个股的关注。顺周期方向需加强对经济数据和市场预期的关注，如市场定价逻辑转向基本面仍有很强竞争力和向上弹性。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。