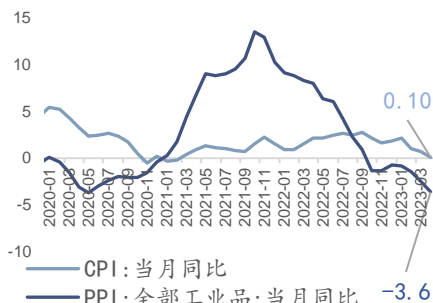


保持定力，等待政策发令枪响

——6月大类资产配置及投资策略报告

CPI 趋近于 0



资料来源: Wind, 利得研究院

下月资产配置建议

大类资产	子板块	配置权重	与上期变动	配置建议
股票	大盘股	12%	4%	中性
	中盘股	46%	-4%	超配
	小盘股	36%	-4%	超配
现金		0%	0%	低配
商品		0%	0%	低配
债券	利率债	0%	0%	低配
	信用债	0%	0%	低配
	可转债	6%	4%	中性

行业	模型计算权重	与上期变动	配置建议
可选消费	43%	6%	超配
信息技术与硬件	23%	-6%	超配
必选消费	21%	-6%	超配
医疗	13%	6%	中性
房地产及服务	0%	0%	低配
原材料	0%	0%	低配
通讯业务	0%	0%	低配
工业	0%	0%	低配
金融	0%	0%	低配
公用事业及服务	0%	0%	低配
能源	0%	0%	低配

资料来源: 利得研究院

相关研究

20230317【利得策略】从中沙伊握手再谈国际区域化合作主题

20230518【利得策略】非典型通缩不影响资产配置方向

利得研究院

地址: 上海市虹口区东大名路 1098 号国际金融广场 53 楼

电话: (8621) 50585353

上海利得基金销售有限公司

<https://leadfund.com.cn>

投资要点:

● 5月以来，债牛股熊。这与4月经济数据不及预期，“弱现实”的根源主要是中央财政对消费和投资支持力度有限。从宏观杠杆率来看，一季度政府部门杠杆率仅上升了1.1个百分点，且1-4月份地方专项债发行不及预期。近期物价超预期下行引发市场担忧加剧。事实上，相较于2014年的真正通缩，本轮仅是短期物价回落，下行周期预计不具备持续性，即后续对股市的压制有望减弱。尽管难有2014后期的牛市，但弱复苏叠加流动性充裕的背景下，市场无需太过悲观。债券超预期走牛的主要原因来自于银行端配置需求。美国债务上限危机关注度上升，但美国市场表现为股牛债熊、美元指数上涨、黄金下跌，某种程度上反映的是债务上限上调后再启大规模发债的情景冲击，因而最终大概率为有惊无险。

● 固收策略：需要警惕债市的调整风险。长端空间逼仄，短端继续修复机会亦有限；期限利差走扩，关注1-3年、3-5年段骑乘机会；长久期高等级仍有配置空间，优于信用下沉。5月10年国债中债2.72，低于2022年同期。经济复苏斜率放缓但仍明显好于去年同期。押注政策无视当前“弱现实”、经济继续复苏乏力、国债利率突破2.6低点的概率较低，且城投信用风险依然明显，债市处在利多钝化、利空敏感的阶段，关注存量政策落地带动经济自然修复和增量政策出台的可能性。建议收缩债券整体和信用端的投资比例。转债短期关注电气设备、汽车、国防军工等行业估值修复机会，中长期参考权益配置思路。

● 股票策略：5月股权风险溢价再度显著回升，权益市场性价比突显。当前双宽格局不变，维持重股轻债思路。继续超配消费、科技等顺周期板块的配置比例，增加医药板块配置。保持定力，等待政策发令枪响。预计新的政策方向继续围绕内需消费、科技自主创新、国际区域化合作三条主线上发力，且政策性工具创新上将着力疏通银行资金资产端配置难的问题。当前股权风险溢价再度显著回升，权益市场性价比突显。双宽格局不变，维持重股轻债思路。继续超配消费、科技等顺周期板块的配置比例，增加医药板块配置。主题策略上可继续关注科技、一带一路等。1) “一带一路”（传统基建）；2) 人民币国际化（数字人民币、跨境结算）；3) 自主可控（信创、半导体、科学仪器、高端新材料、航空航天、能源开采）；4) 人工智能（计算机）；5) 数字基建（通信）。

● 风险提示：美国债务上限导致流动性冲击。

目录

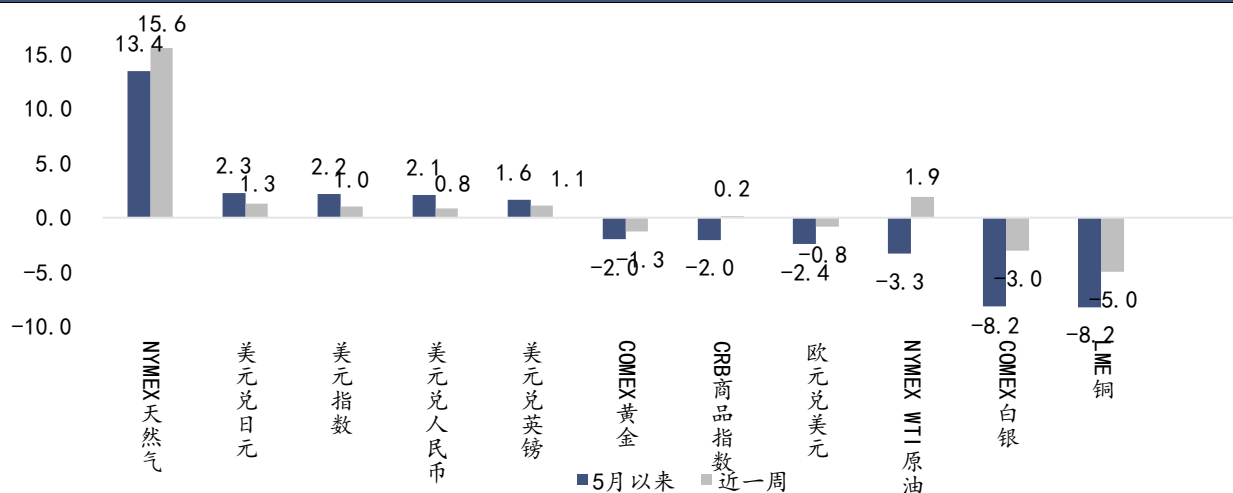
1. 近期市场行情回顾	2
1.1 大类资产表现：人民币破“7”	2
1.2 全球股市表现：日经创 1990 以来新高，A 股表现震荡	2
1.3 债券市场表现：近一月债市走强	3
2. 宏观情况	5
2.1 美国债务上限危机临近，警惕流动性冲击	5
2.2 财政政策定力强，支出偏向民生；基建资金端、开工端双回落	6
2.3 “弱现实”下经济数据分化，流动性有望保持宽松	9
2.4 物价超预期回落，引发通缩讨论	11
3. 大类资产配置	13
3.1 债券：利多出尽，利空敏感，警惕调整风险	16
3.1.1 6 月债券发行或迎季节性回暖，需求端力量切换为基金、理财等交易盘	16
3.1.2 长端空间逼仄，短端性价比更高	17
3.1.3 债券配置策略	19
3.2 股票：机遇大于风险	22
3.2.1 行业综合推荐	22
3.2.2 主题策略选择	25
法律声明	27

1. 近期市场行情回顾

1.1 大类资产表现：人民币破“7”

近期美元指数上涨，人民币汇率跌破“7”，原油、黄金、铜回落。5月以来，尤其近期美国债务上限博弈加剧，美债收益率快速上行，对美元走强形成支撑。与此同时，国内经济预期变弱，人民币走弱。2023年5月17日，人民币于今年首度跌破7的关口。受美元走强影响，黄金回落，此外叠加全球经济不振，原油、铜下跌。

图1 大类资产表现



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止2023/5/25

1.2 全球股市表现：日经创1990年以来新高，A股表现震荡

5月以来，日经指数创1990年以来新高，A股表现震荡。A股一级行业中，传媒大幅2。5月以来，日本股市持续走强，日经指数创1990年以来新高。A股方面，5月市场震荡加大，低估值国企权重股先涨后跌，指数成倒“V”走势。这可能与4月经济金融数据不及预期、市场观望情绪加重有关。行业方面，5月传媒、建筑、消费者服务大幅回调，传媒和建筑主要是主题炒作前期涨幅过大市场资金利好兑现所致。

图2 全球重要股市表现

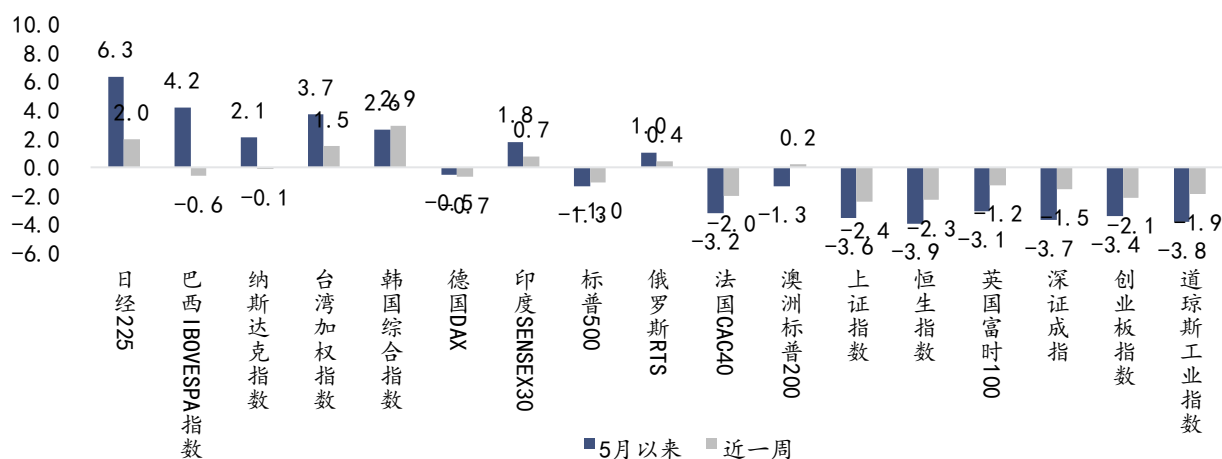
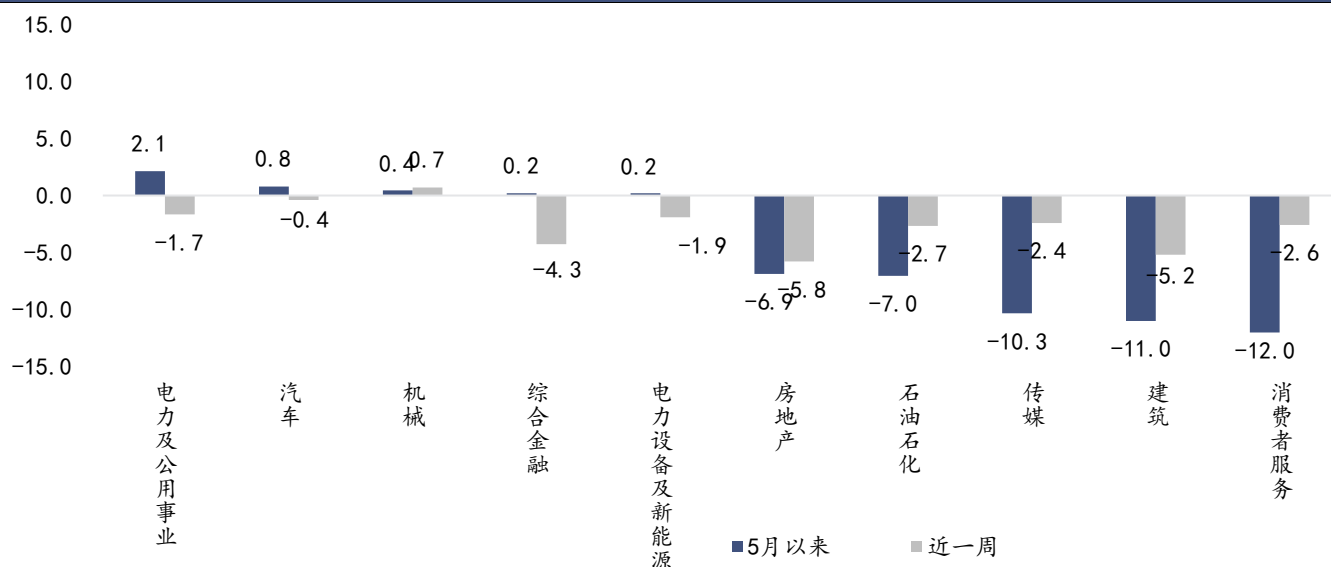


图3 A股行业表现



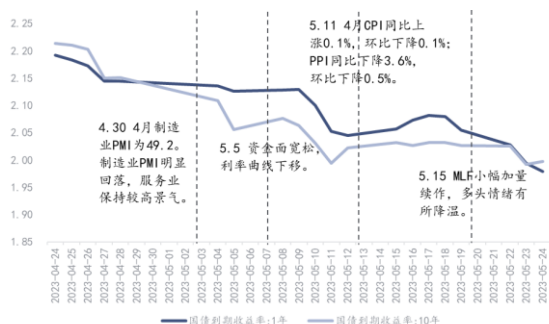
资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止 2023/5/25

1.3 债券市场表现：近一月债市走强

近1月债市走强，短端下行22bp，长端下行13bp。主要受资金面转松，通胀数据低于预期等因素影响。4月30日，4月PMI数据低于50.0枯荣线，制造业景气度回落，低于市场预期，服务业保持较高景气度。5月11日，4月CPI同比增长0.1%，环比下降0.1%，低于预期；PPI同比下降3.6%，环比下降0.5%。5月15日，MLF小幅加量续作，多头情绪有所降温。

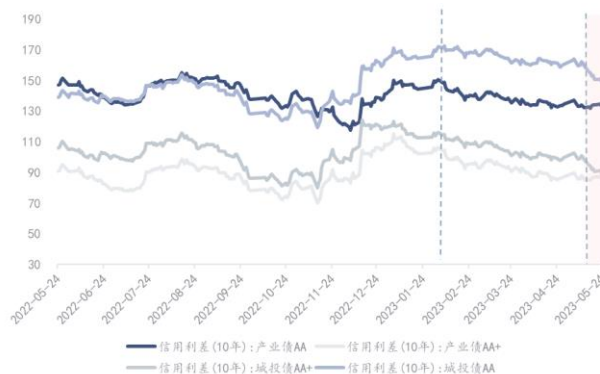
近1月信用利差压缩，城投债表现强于产业债，低等级表现强于高等级。产业债AA、产业债AA+信用利差压缩0.3bp、0.1bp，城投债AA+、AA信用利差分别下行10bp、12bp。2023年初以来，产业债AA、AA+、城投债AA+、AA信用利差月均降幅为1.9bp、4.7bp、6.4bp、3.1bp。

图4 短端下行22bp，长端下行13bp



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.4.24-2023.05.24。

图5 近1月信用利差压缩

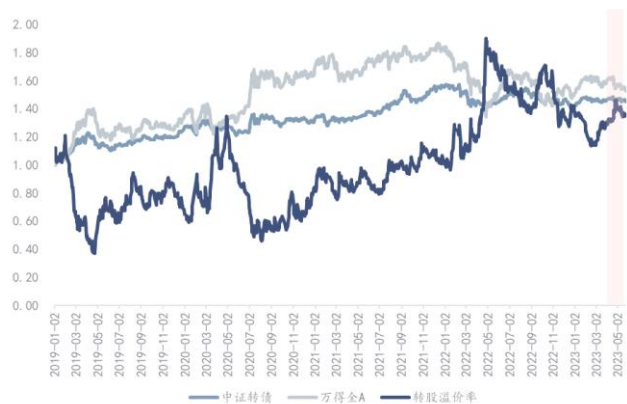


资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.4.24-2023.05.24。注：数据口径有所修改，原有信用利差为各期限中位数，现为十年期信用利差。

近1月转债调整，收跌0.52%，跑赢万得全A；估值回落。近1月中证转债指数下跌0.52%，同期万得全A下跌3.28%。近1月转债估值回落，截至5月24日，中证转债转股

溢价率为 47.5，2013 年以来的 90%分位数为 54.7，50%分位数为 35.1，当前转债估值低于历史 90%分位数水平，仍高于历史 50%分位数水平。

图6 近1月转债回调，收跌0.52%



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.01.02-2023.05.24。

图7 近1月转债估值回落，居于历史较高分位水平



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013.05.01-2023.05.24。

2. 宏观情况

2.1 美国债务上限危机临近，警惕流动性冲击

照历史经验，债务上限最终会通过，但当中会有风波，市场预计美国政府多半会在6月1日-15日期间触发违约日“X Date”。历史上多次债务上限危机来看，并没有真正出现过违约，也就有过一次短暂的技术性的违约。不过这次的剧本可能会不太一样。近期两党博弈更加剧烈，CDS 尽管近期有所回落，但仍是十几年来高位。截至5月25日，一年期美国主权 CDS 的价格已从4月16日的75.75bp 上升至最高点150bp，远高于2011年美国主权信用评级遭下调的危急时刻（77.2bp）。对于具体的违约日期“X Date”，目前市场的共识是，美国政府多半会在6月1日-15日期间触发“X Date”，因为美国财政部将大概率在此期间耗尽非常规措施和 TGA 账户现金，也就是美国政府当前仅剩下的最后“弹药”，TGA 账户的余额已经锐降至了116亿美元。

图8 TGA 账户



资料来源：Wind，利得研究院。

图9 US CDS 1yr



资料来源：，利得研究院。

如果能够熬过6月15日，那么“X-date”将至少将能够再延迟一个多月。6月15日，美国财政部又会迎来新的季度税收收入，以及额外的非常规措施额度，因此美国财政部一旦“熬过”了6月前两周，大概率也将至少能够撑到7月下旬，也就是在国会8月休会期之前继续进行债务上限的谈判与协商。甚至违约日期也存在可能延迟到9月底，也就是2023财年结束。所以并没有那么悲观。

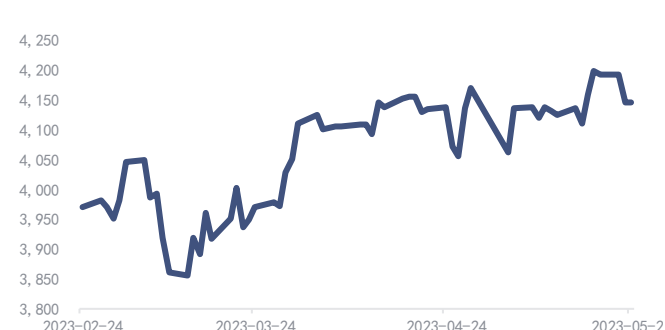
图10 X Date 预测时间

预测机构	X-date 时间
德意志银行	预计时间在7月底，但在6月初将有显著的风险存在
摩根士丹利	50%的可能在6月7日-14日间，50%的可能在7月21日-28日
高盛	预计将在6月1日前达成延长债务上限的协议，预计延迟至7月底或9月底
花旗	预计将在6月15日前达成延长债务上限的协议，预计延迟至9月底
莱顿债券市场研究公司	预计将在6月15日，但如果可以等到新的税收收入，延迟至7月25日
摩根大通	预计非常规措施将在6月9日左右耗尽
巴克莱	预计6月15日前TGA账户余额将停留在500亿美元水平，争取延后至7月
彭博	预计将会在6月5日-6月8日之间
美国银行	预计与耶伦宣布一致，6月1日

一般账户

资料来源：光大期货研究所，利得研究院。

图11 S&P 500 走势

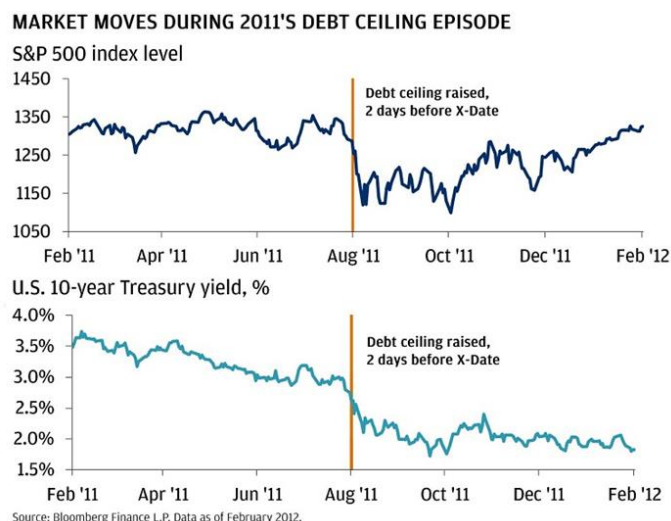


资料来源：，利得研究院。

需警惕后续债务上限通过后的流动性冲击。事实上2011年，美国当时也面临类似严峻的违约风险，奥巴马和众议院共和党人在谈判最后一刻，才就债务上限达成协议，勉

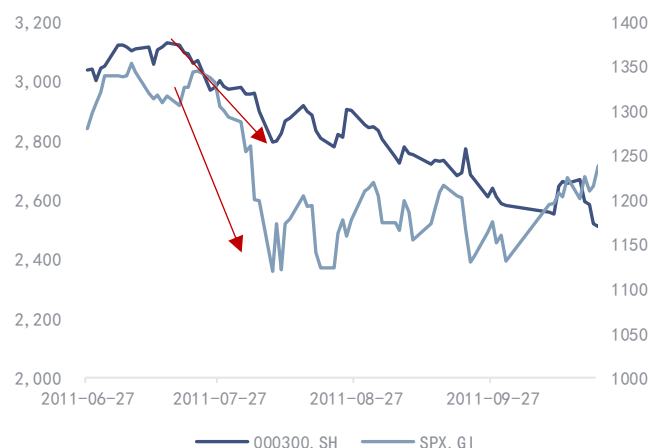
强避免了一场债务违约灾难。在最后关头妥协，同意在十年内削减 9000 亿美元的财政支出。但在当时，即便没有真正违约而仅仅是逼近违约，这一紧张局势也引发了全球资本市场剧烈波动，标普 500 指数就开始了暴跌，跌幅也一度逼近 16%。直接导致标准普尔将美国信用评级从 AAA 下调至 AA+。而且使得美国面临更高的借贷成本，并在之后数年继续上涨，基本上抵消了当时两党谈判中的一些成本削减措施。

图 12 2011 年美股及美债表现



资料来源：JPM，利得研究院。

图 13X Date 前后 A 股走势



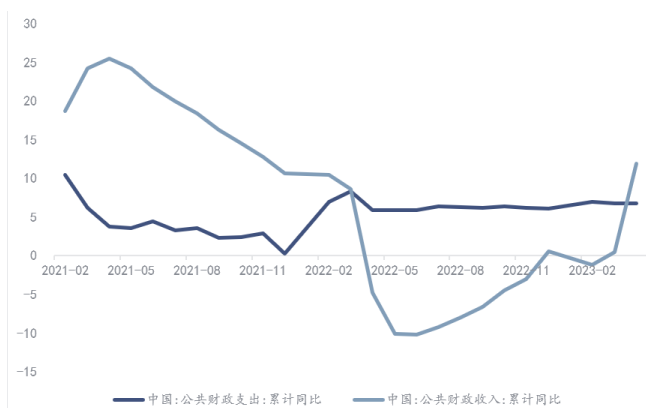
资料来源：Wind，利得研究院。

本次与 2011 年有不同，当前属于加息周期且通胀高位，即使谈判成功，可能也会带来流动性冲击，造成更大波动。如果 X Date 前成功谈判，美国财政部会通过发行相同数量的新国债，也就是借新还旧。这将导致两种情况的发生：①新国债正常发行，全球投资者购买，带来结果就是 TGA 账户上升，也就是购买国债导致全球金融市场流动性收紧，导致资产下跌，进而拖累 A 股。②新国债拍卖失败，也就是没有足够的投标人购买国债，那最坏的情况下拖欠债务，或是迫不得已印钞放水，自己下场购债，但这样会推高通胀，可能引发加息继续。当然以上这些市场动荡也只是短期影响。从长期来看，往往会拖累美国的经济复苏，同时市场对美债安全性产生质疑，美元信用下降，且在全球贸易和金融领域的地位将被削弱。

2.2 财政政策定力强，支出偏向民生；基建资金端、开工端双回落

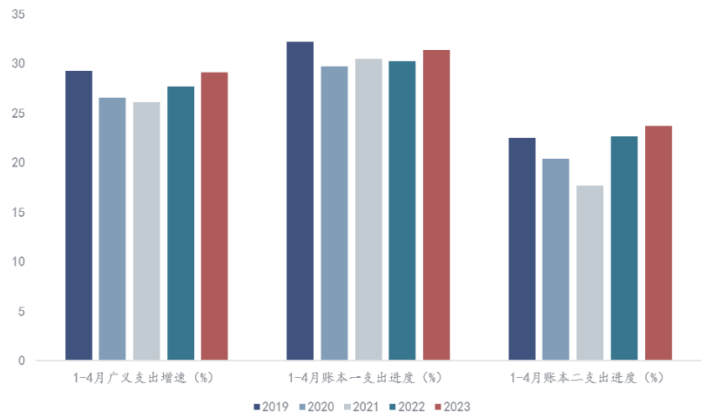
财政政策延续靠前发力，维持必要强度。但政策定力较强，未见显著发力。财政支出结构优化，向就业、教育等民生方向倾斜，基建比重明显下移。1-4 月公共财政支出累计同比增速 6.8%，环比持平。公共财政收入增速 11.9%，环比增幅较大，主要受留抵退税等因素影响，主要受去年留抵退税因素影响，实际 4 月增速较 3 月走弱。从支出进度来看，今年财政支出进度快于疫情以来各年，接近 2019 年同期，反映财政政策仍延续靠前发力。从支出方向来看，公共财政支出的民生部分占比上升至 40% 左右，而基建占比下降至 20% 左右。支出结构优化，3 月以来，卫生健康等抗疫支出增速大幅下行，教育、就业等民生类支出增速大幅抬升。

图14 财政支出增速维稳，收入受留抵退税因素影响增速较快



资料来源：Wind，利得研究院

图15 支出进度快于往年同期，靠前发力



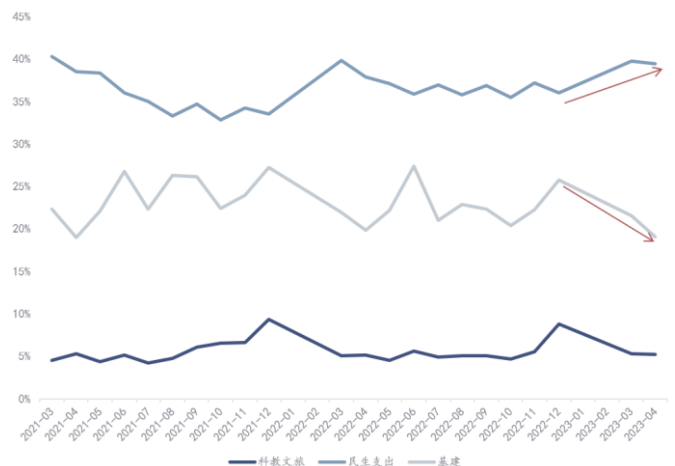
资料来源：财政部，民生证券，利得研究院

图16 教育、就业方向支出增速加快，卫生健康支出增速下降



资料来源：Wind，利得研究院

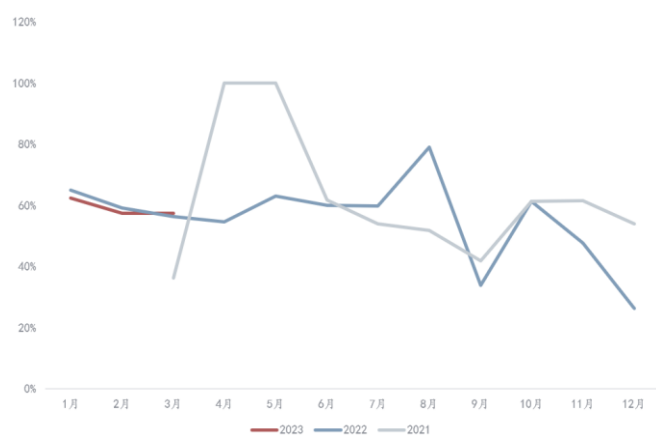
图17 公共财政支出中基建相关比重下降，民生相关比重上升



资料来源：Wind，利得研究院

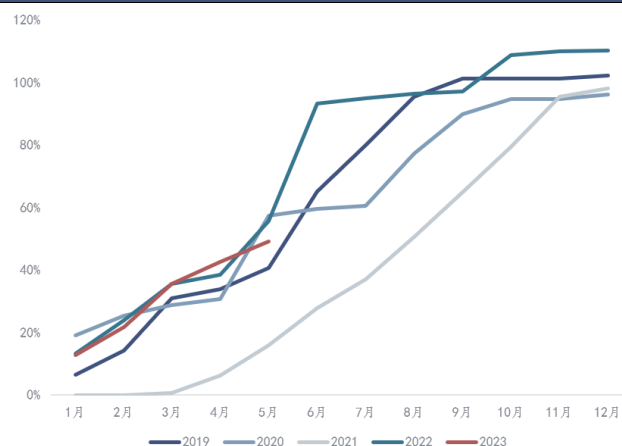
5月资金端和开工端均未见明显发力，基建投资中枢或不及去年。基建投资结构分化，高技术投资领域增速较快，而传统基建增速回落。从资金角度看，专项债投向基金方向的比重较去年持平，但专项债发行进度有所放缓，较去年同期55.72%放缓至49.09%。从基建投资细项看，分化明显，电力、热力、燃气业投资、信息技术服务业投资增速加快，而交运、仓储、公共设施管理等传统基建投资增速放缓。从高频数据看，反映基建开工力度的石油沥青开工率、水泥发运率偏弱，反应疫情影响逐渐消退，但基建强度修复偏慢。从全国重大项目开工节奏看，过去的4个月，仅1月强于去年，投资额累计增速高位回落。去年基建增速中枢10%以上，今年4月基建增速已回落至10%以下，目前资金端和开工端均表现平平，基建增速中枢或不及去年。

图18 专项债投向基建方向的比重



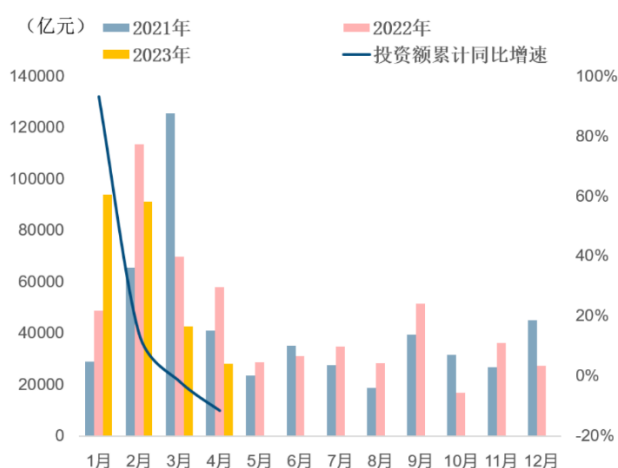
资料来源：Wind，利得研究院。

图19 专项债发行进度



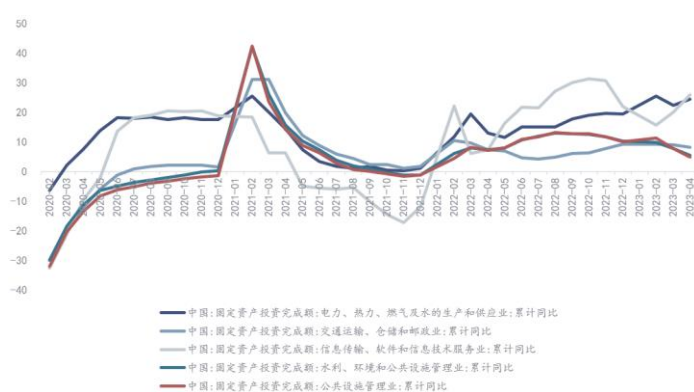
资料来源：Wind，利得研究院，截至2023年5月30日。

图20 全国重大项目开工节奏前高后低(单位：亿元，%)



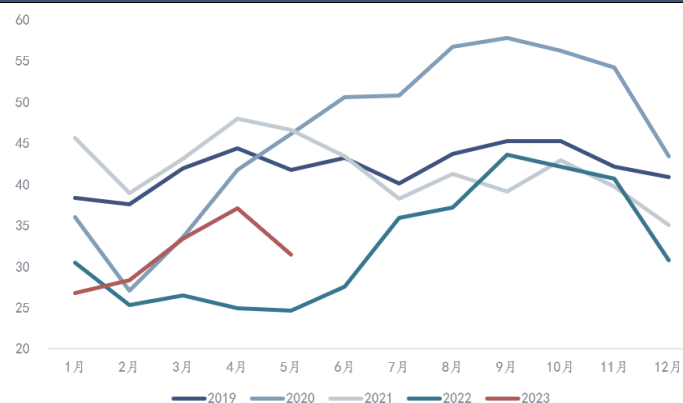
资料来源：中信建投，利得研究院。

图21 基建投资增速分化



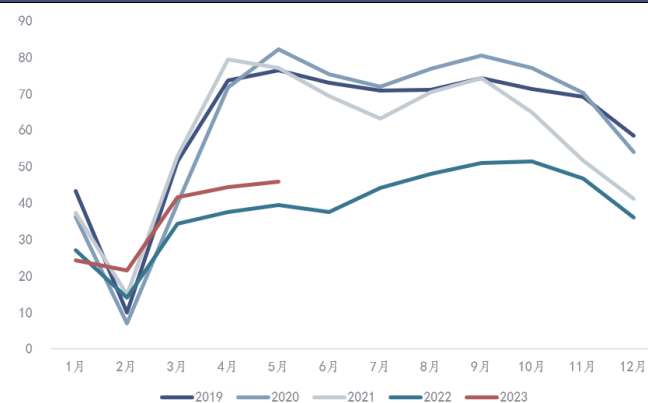
资料来源：Wind，利得研究院。

图22 石油沥青装置开工率



资料来源：Wind，利得研究院，数据截至2023年5月17日。

图23 水泥发运率



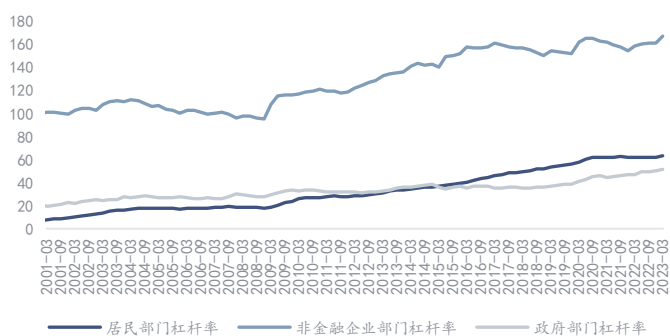
资料来源：Wind，利得研究院，数据截至2023年5月19日。

2.3 “弱现实”下经济数据分化，流动性有望保持宽松

4 月经济数据不及预期，各项表现有所分化，呈现出工业生产放缓，投资拉动经济的作用边际减弱，但消费服务业仍在复苏的状态。1) 生产端来看，中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，前值 3.9%。4 月工业增加值同比增速回升，但环比-0.47%。2) 消费端来看，4 月份，社会消费品零售总额 34911 亿，环比 0.49%，同比 18.4%。社零同比、环比今年以来持续好转，4 月高增主要受益于低基数与疫后补偿性消费。3) 投资端来看，1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 4.7%，前值 5.1%，环比下降 0.64%，固定资产累计投资增速同比、环比都有所下滑。4) 进出口来看，按美元计价，4 月份我国出口同比增长 8.5%；进口同比增长-7.9%。4 月进出口较前值都有所回落，尤其进口在低基数的基础上大幅下滑，这与 4 月制造业 PMI 回落至荣枯线以下相呼应。综合来看，非制造业优于制造业表现。这主要与当前国内经济复苏进程不稳定、内生增长动能有待加强密切相关。

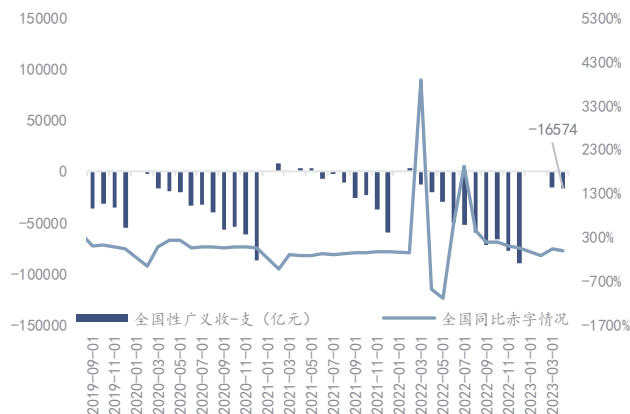
“弱现实”的根源主要是中央财政对消费和投资支持力度有限。2023 年一季度的宏观杠杆率从 2022 年末的 273.2% 上升至 281.8%，共上升了 8.6 个百分点。全社会债务增长基本保持稳定，名义经济增速较低是宏观杠杆率增长的主要原因。其中，1) 居民部门杠杆率上升了 1.4 个百分点，重回上升趋势，主要拉动因素仍是个人经营贷，居民住房贷款保持着低增速。2) 非金融企业杠杆率上升幅度最大，提高了 6.1 个百分点，杠杆率水平也达到历史高点。但企业债务的增加并没有对应到企业投资增长，主要原因在于：从负债到投资的时滞、还本付息导致的债务增长以及可能存在的资金空转。3) 政府部门杠杆率上升了 1.1 个百分点，升幅较小，财政“加力提效”的效果仍然有限，提前批债务发行不及预期。地方政府专项债工具有局限性，较难实现稳增长与防风险的平衡。2023 年 1-4 月中央+地方合并赤字（广义口径）为 1.66 万亿元，同比少增 3989 亿元，显示年初至今财政扩张仍偏紧。单月看，4 月中央+地方合并赤字（广义口径）为 760 亿元，同比少增 7309 亿元。此外，从地方专项债实际发行节奏来看，一季度地方专项债的发行并不及预期。一季度地方专项债实际增长了 13758 亿元，与去年同期基本持平，占到提前批的 63%，占比低于去年。今年四月份，地方政府债券存量规模也仅增加了 4000 余亿元，二季度是否能完成今年的提前批额度尚不确定。

图 24 宏观杠杆率(%)



资料来源：Wind，利得研究院

图 25 1-4 月财政赤字累计 16574 亿元

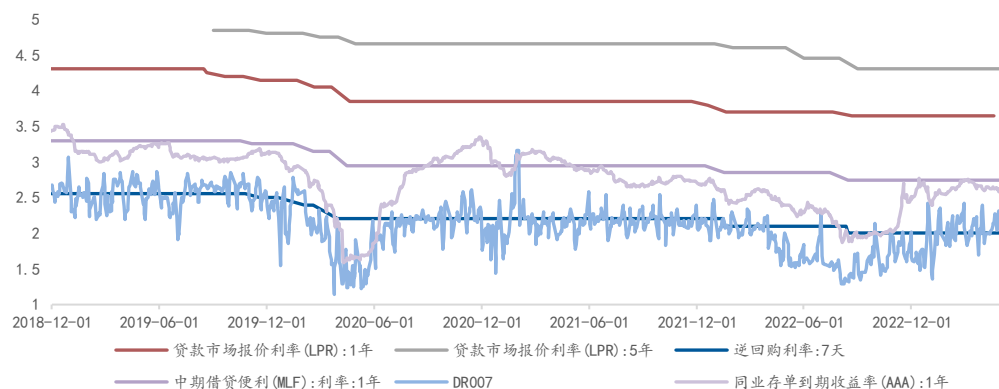


资料来源：Wind，利得研究院

弱复苏背景下，流动性整体有望保持合理充裕，双宽格局延续。4 月社融增速维持在 10%，新增人民币贷款支撑社融，其中企业贷款延续高光表现，居民贷款同比由正转负。428 政治局会议指出，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键问题，并表示会继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。5 月 15 日，中国央行发布 2023 年第一季度中

国货币政策执行报告。其中提到，推动降低综合融资成本。持续释放贷款市场报价利率改革效能，发挥好存款利率市场化调整机制重要作用，指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率，促进实际贷款利率稳中有降。继续落实首套房贷利率政策动态调整机制。5月20日，中国5月1年期贷款市场报价利率（LPR）报3.65%，5年期以上LPR报4.3%，均维持不变。预计经济回升初期，政策仍将保持宽松温和状态。此外，当前社融与M2的差值仍为负数，且在历史低位，表明资金供给依旧大于需求。

图26 近期流动性整体较为宽裕



资料来源：统计日期截止：Wind，利得研究院。

2.4 物价超预期回落，引发通缩讨论

4月CPI同比涨幅回落，趋近于0，引发市场对通缩的担忧。2023年4月份，我国CPI同比0.1%，而PPI同比-3.6%并连续7个月为负。市场对通缩的讨论度不断上升。本轮物价回落客观上有以下因素：1) **供给能力较强**。在稳经济一揽子政策有力支持下，国内生产持续加快恢复，PMI生产分项保持在较高景气区间；农副生产稳定、物流渠道畅通，产品供应充足。2) **需求复苏偏慢**。实体经济生产、分配、流通、消费等环节本身有个过程，加之疫情的“伤痕效应”尚未消退，居民超额储蓄向消费的转化受收入分配分化、收入预期不稳等制约，特别是汽车、家装等大宗消费需求偏弱。近期居民出现提前还贷现象，也一定程度影响当期消费。3) **基数效应明显**。去年国际油价一度逼近140美元大关，今年以来已回落至80美元附近，带动CPI交通工具燃料和居住水电燃料的同比增速走低；疫情扰动使得去年3月鲜菜价格反季节上涨，对今年也存在高基数影响。

图27 4月CPI及PPI超预期回落

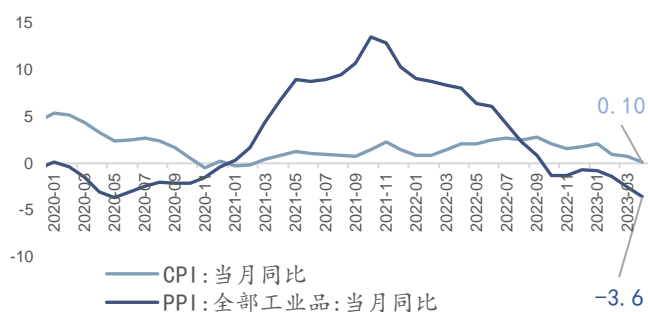


图28 核心CPI



资料来源：Wind，利得研究院

资料来源：Wind，利得研究院。

央行2023年第一季度货币政策执行报告通胀专栏中表示：当前我国经济没有出现通缩。21世纪以来，我国曾经历了多次物价阶段性下行的阶段，历史上看，我国PPI波动相对较大，但PPI下行并不代表总体物价水平的持续下降，国际上衡量通胀水平主要使用CPI。而通缩主要是指价格持续负增长，货币供应量下降，并伴随经济衰退的时期。参考CPI、M2和GDP的情况，2000年以来，CPI和PPI同时下降，并有一个指标为负的有6次。还有1次为CPI、PPI同时下行，但同比仍为正数的阶段。其中，真正意义上的通缩的有4次，分别是：2001-2002、2008-2009、2011-2012及2014-2016四段。央行报告指出，当前我国物价仍在温和上涨，特别是核心CPI同比稳定在0.7%左右，M2和社融增长相对较快，经济运行持续好转，不符合通缩的特征。中长期看，我国经济总供求基本平衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。

图29 历史上几轮物价下行时期

	2001-2002	2004-2005	2008-2009	2011-2012	2014-2016	2020.2-2020.5	2023.2-至今
特征	CPI曾连续10个月低于0，且PPI也持续性回落至负数，GDP与M2略有下滑。	CPI和PPI持续下行，但同比为正，经济整体上行，M2先跌后涨	CPI曾连续9个月低于0，且PPI也持续回落连续12个月为负数，经济增速明显下滑，M2下滑后大幅反弹	PPI大幅下滑至负区间（2012-2016年连续54个月同比为负），CPI下滑但仍为正数，经济增速持续回落，M2先下滑后回升	PPI在负区间中再度明显回落，CPI下滑但仍为正数，经济增速缓慢回落，M2不断下滑	PPI在负区间中再度回落，CPI见顶回落但仍为正数。经济短期受到大幅冲击，M2上行	PPI连续为负，CPI见顶回落但仍为正数。经济增速回升，M2上行

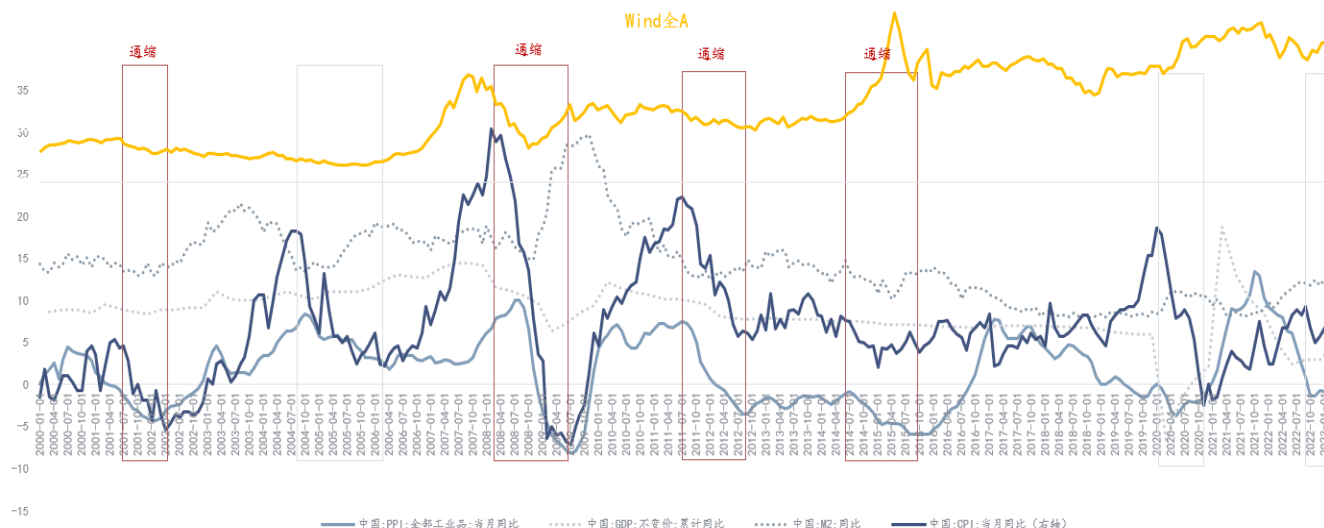
原因	加入世贸组 织后国外供 给输入充 分，全球经 济衰退	经济过热调 控，9年来首 次加息	国际金融危机 爆发	欧债危机	2014年美国页岩 油革命，产 量大增，导致 国际油价大幅 下跌。	新冠肺炎疫情爆 发，猪价见顶带动 CPI回落	基数过高，供 给恢复快于需 求端
是否 通缩	是	否	是	是	是	否	否

资料来源：利得研究院。

央行预计5-7月CPI还将阶段性保持低位，下半年CPI中枢可能温和抬升。报告预计，未来几个月受高基数等影响，CPI将低位窄幅波动。今年5-7月CPI还将阶段性保持低位，主要受去年同期CPI涨幅基本在2.5%左右的高基数影响。但随着基数降低，政策效应进一步显现，经济内生动力增强，下半年CPI中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。

轮物价下行周期预计不具备持续性，即后续对股市的压制有望减弱。弱复苏叠加流动性充裕的背景下，市场无需太过悲观。后续板块表现仍主要取决于市场主题。复盘历史，物价见顶回落时期通常市场表现也较差，且股市通常会提前反映物价拐点。但实际A股的涨跌受多重因素影响，物价的涨跌并非直接因素。物价下行周期尽管可能对市场整体情绪或有所压制，但本轮下行周期预计在7月左右迎来拐点，因此无需对市场过度悲观。从板块表现来看，物价下跌及触底反弹阶段的最佳涨幅板块主并无显著规律，主要取决于当年的主题。（详见20230518【利得策略】非典型通缩不影响资产配置方向）

图30 物价与股市走势对比

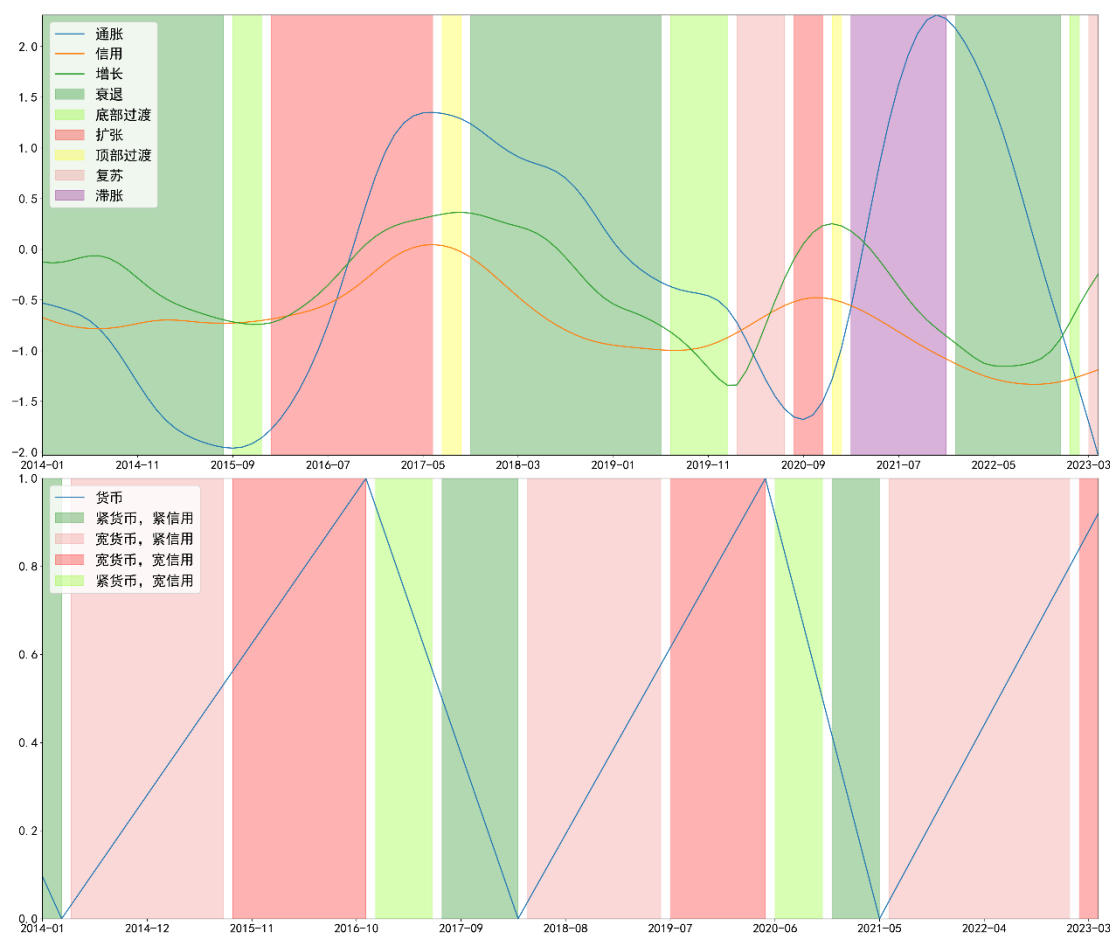


资料来源：Wind，利得研究院

3. 大类资产配置

大类资产配置上，经济复苏趋势确立，重股轻债思路。5月A股市场表现震荡，债券市场走强。股权风险溢价再度显著回升，当前权益市场性价比突显。尽管各项经济数据呈现分化，但总体仍在复苏进程中。社融维持在10%，双宽格局有望继续。目前尚处于宽信用初期，市场流动性仍有望维持稳定宽松。在宏观周期已确定性地呈现复苏与宽信用宽货币的阶段之下，维持重股轻债思路。

图31 当前经济周期

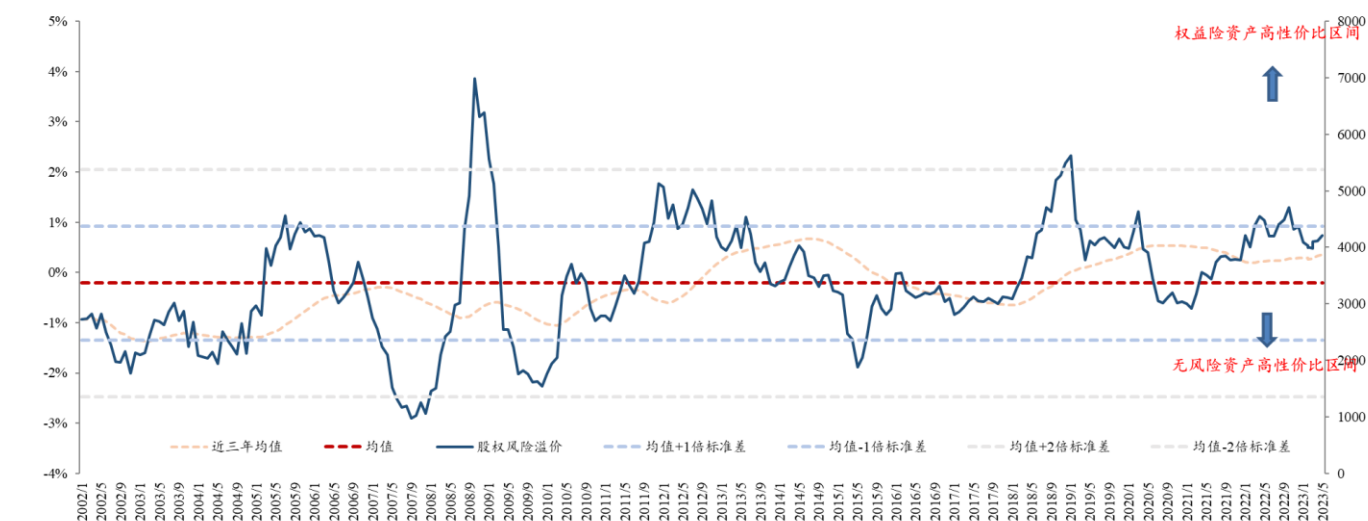


资料来源：利得研究院。

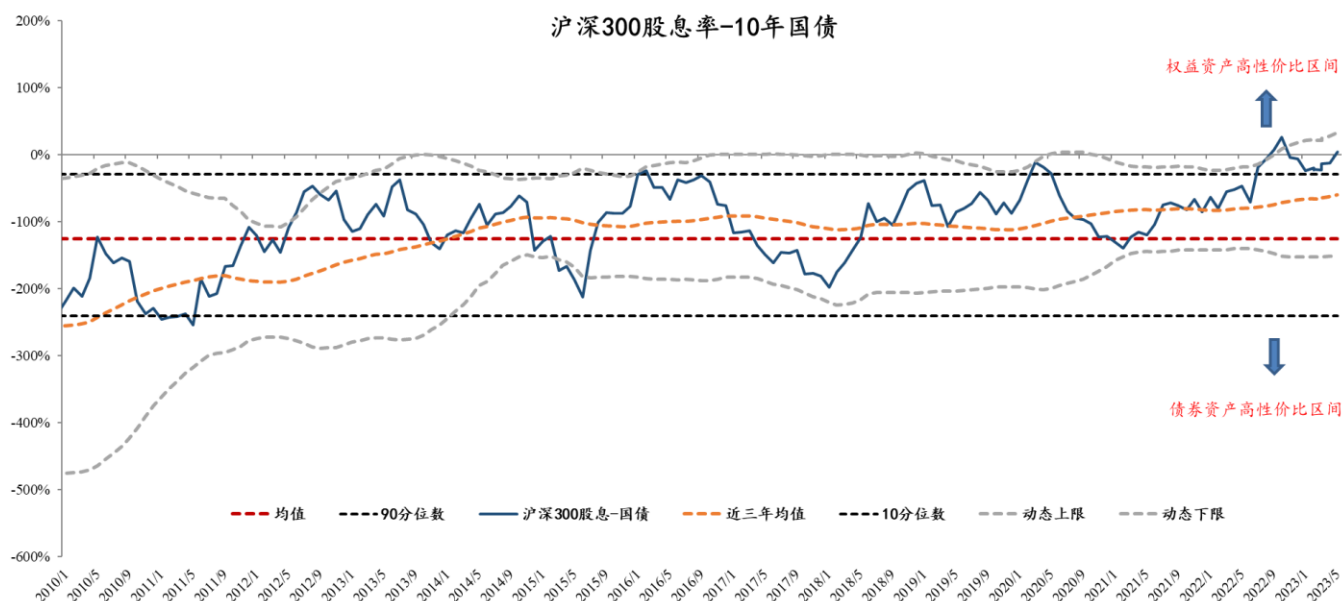
行业配置变化不大，超配必选消费、可选消费、信息技术与硬等板块，增加医药板块配置。5月初以来A股市场波动加大，市场信心尚处于修复阶段。但经济复苏趋势继续，海外风险基本释放，美联储加息放缓，继续利好中小盘科技股及题材炒作。当前资产价格已经反映较多谨慎预期，未来A股机会大于风险。行业方面可关注家电、传媒、半导体，此外可关注证券板块。主题策略上可继续关注科技、一带一路等。

图32 股权风险溢价

A股剔除金融石油石化的股权风险溢价

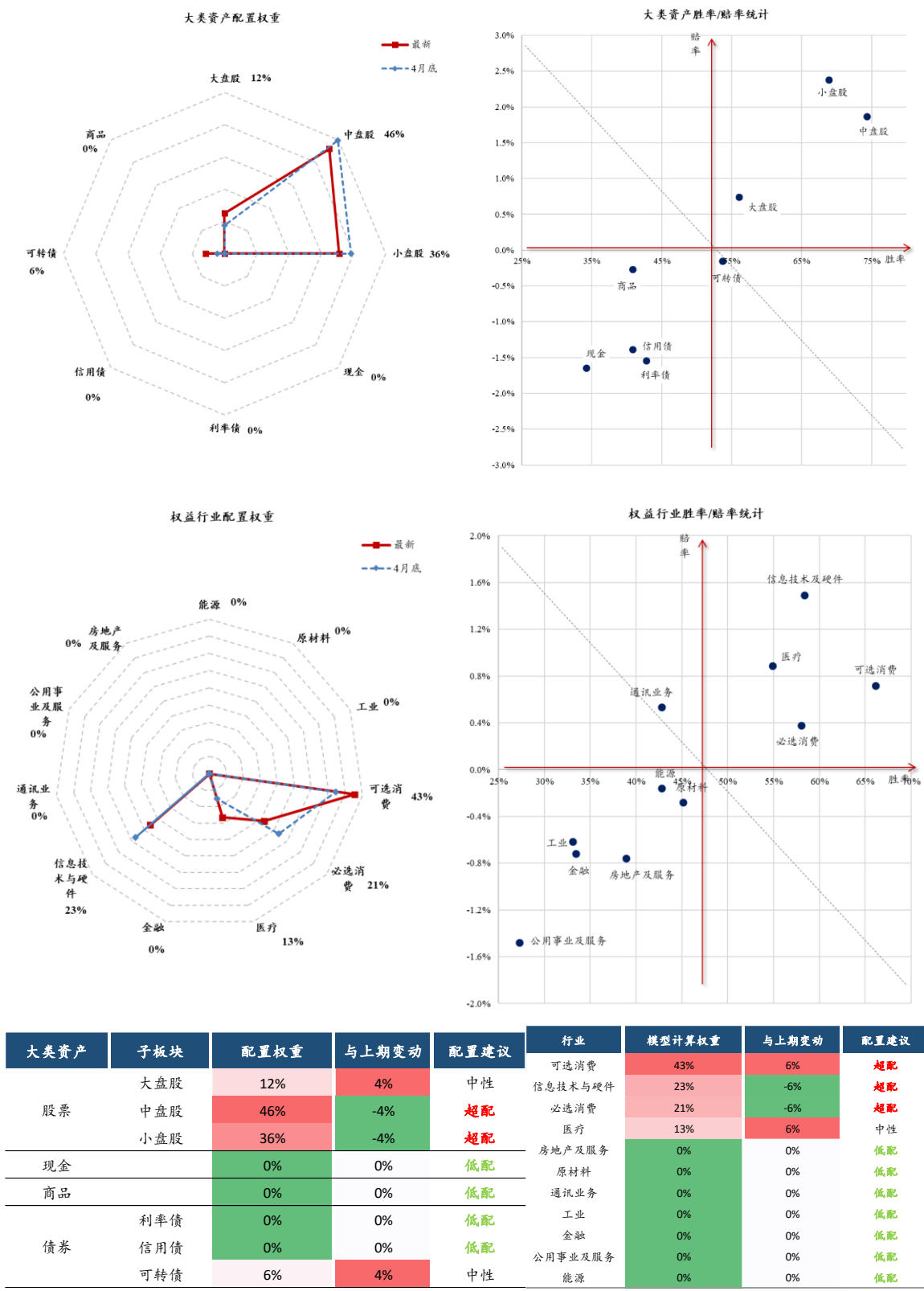


沪深300股息率-10年国债



资料来源：Wind，利得研究院

图33 大类资产配置建议



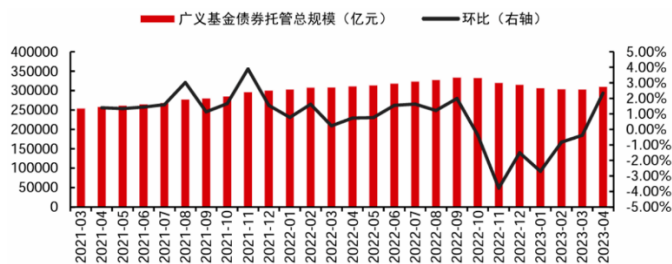
资料来源：利得研究院

3.1 债券：利多出尽，利空敏感，警惕调整风险

3.1.1 6月债券发行或迎季节性回暖，需求端力量切换为基金、理财等交易盘

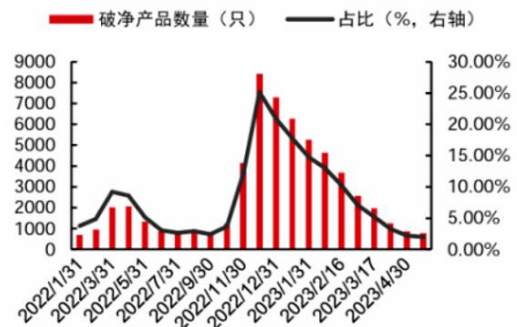
二季度配债主力切换为理财子和公募基金这类交易盘，为避免踏空买入力度持续走强，基金债券托管规模赎回潮以来首次净增，理财破净率降至赎回潮之前的水平，债市需求端稳定。截至5月16日，二者二季度以来净买入规模相比一季度的一半分别增长了357%和230%。4月广义基金银行间市场债券托管规模为31.03万亿元，占全市场比重24.33%，环比上涨2.35%，自赎回潮以来首次实现环比净增。5月16日理财破净率降至1.99%，已低于赎回潮之前的水平，破净阴影逐渐消散。

图34 4月广义基金债券托管规模实现正增长



资料来源：中信证券，利得研究院。

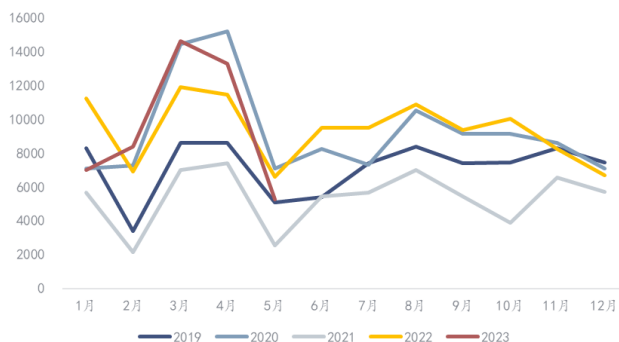
图35 理财产品破净率回到赎回潮之前的水平



资料来源：中信证券，利得研究院。

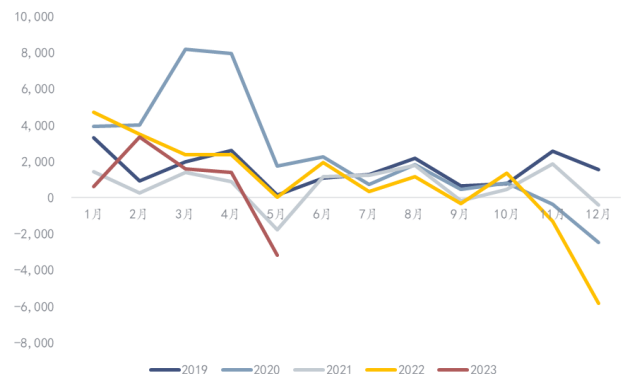
6月各类券种供给均迎来季节性反弹，但鉴于二季度各类券种发行量多弱于往年同期，预计供给冲击不大。5月利率债发行动能减弱，由强于2022年同期变为弱于2022年同期，净供给更是弱于疫情以来的3年同期。信用债发行量也回落明显，低于去年同期，净融资额回落至低于2019年以来各年同期。可转债发行与净融资低迷，降至历史低位。展望6月，各类券种供给均迎来季节性反弹，但鉴于二季度以来的供给力量偏弱，预计整体冲击仍有限。

图36 5月信用债发行走低



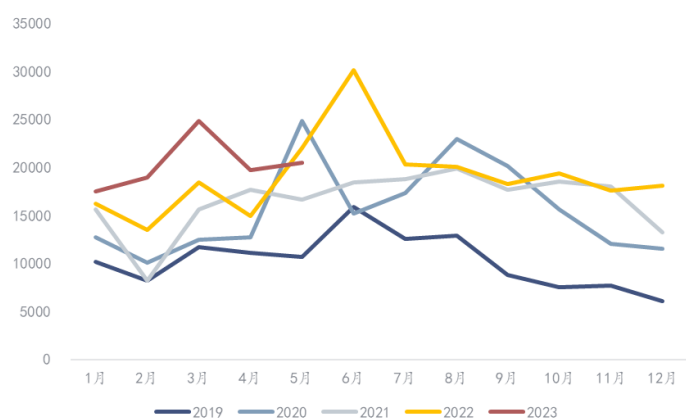
资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

图37 5月信用债净融资额为负



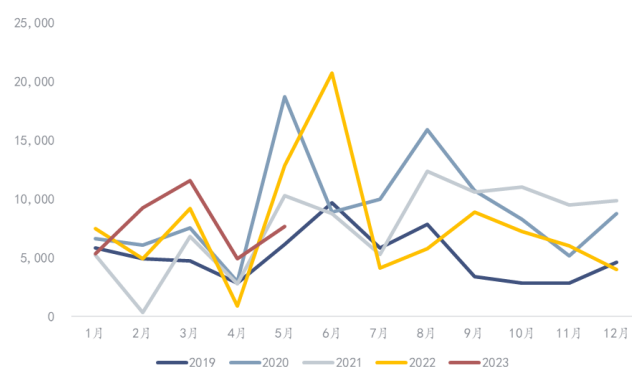
资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

图385 月利率债发行较去年同期放缓



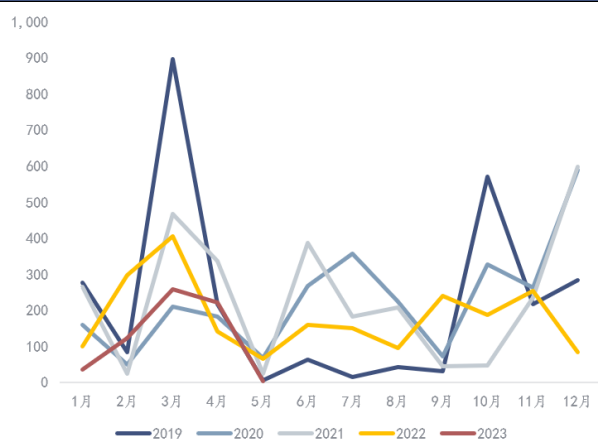
资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

图395 月利率债净融资明显低于去年同期



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

图405 月可转债发行量低于往年同期



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

图415 月可转债净融资额低于往年同期

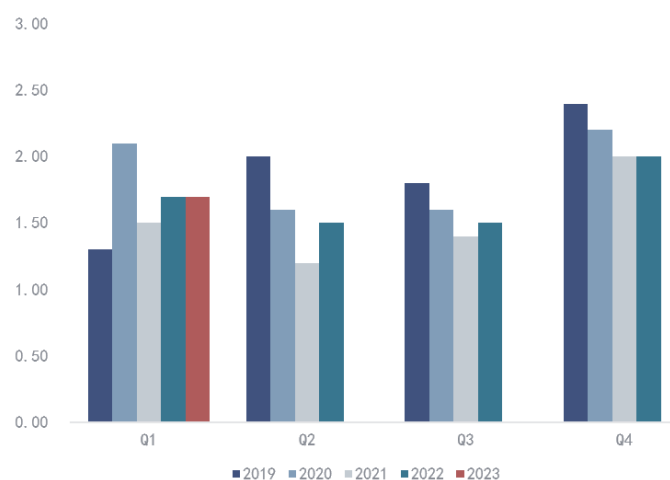


资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2019.1.1-2023.5.24。

3.1.2 长端空间逼仄，短端性价比更高

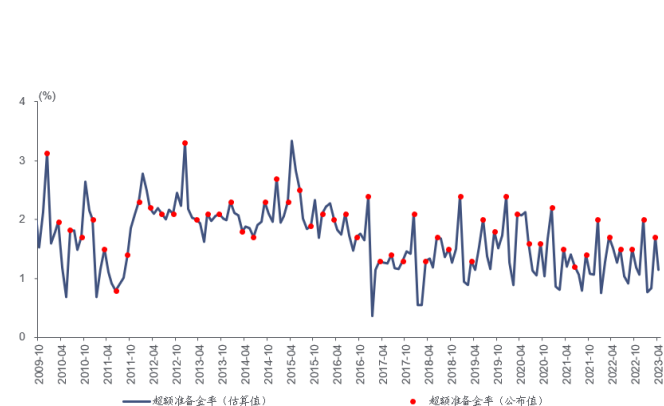
1 季度银行超储水平与去年同期持平，资金面宽裕。5 月资金价格降至往年同期均值以下，短端有望继续修复。5 月长端走牛，10 年国债年内首次突破 2.75，和 1 年期 MLF 利差倒挂幅度扩大至 5.2bp，和去年 3-4 月倒挂幅度之差仅剩 0.3bp。短期内 MLF 下调概率不大，前期关于经济放缓预期已基本定价。往后看，如果经济数据环比进一步放缓，长端利率可能向下突破。但考虑到当前经济仍明显好于去年同期，复苏格局不改，大概率难以重返去年 2.6 左右的低位。相比之下，短端或有望继续修复，虽然 R007 已经降至历年同期均值以下，但 1 年国债收益率仍处在历年同期均值水平。如果跨月资金价格仍维持在偏低水平，进入 6 月资金环境可能更加有利。

图421 季度银行超储率和去年持平，资金面充裕



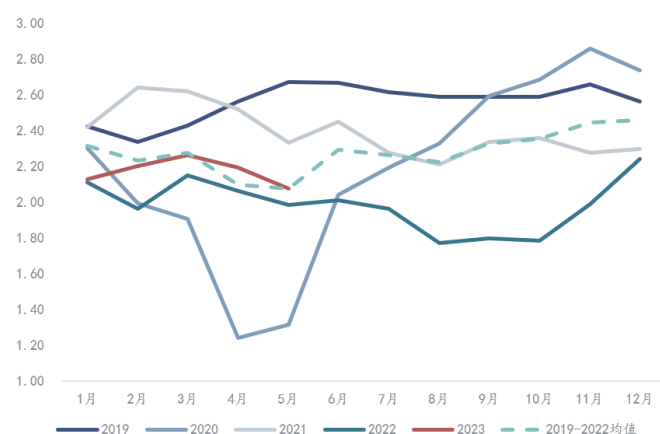
资料来源：Wind，利得研究院。

图43 超储率估算值及公布值



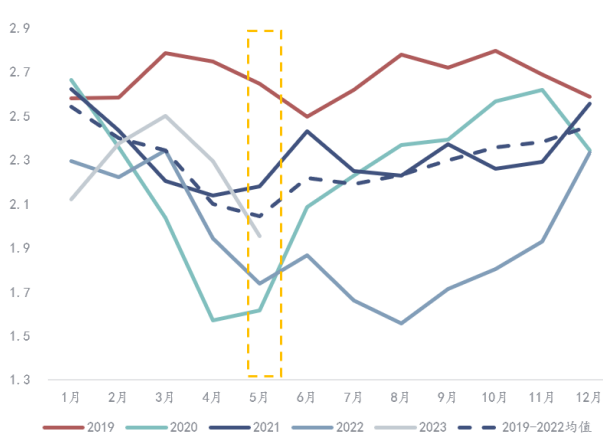
资料来源：Wind，利得研究院，统计截至2023.4.30。

图441 年国债收益率当前处在历年同期均值水平



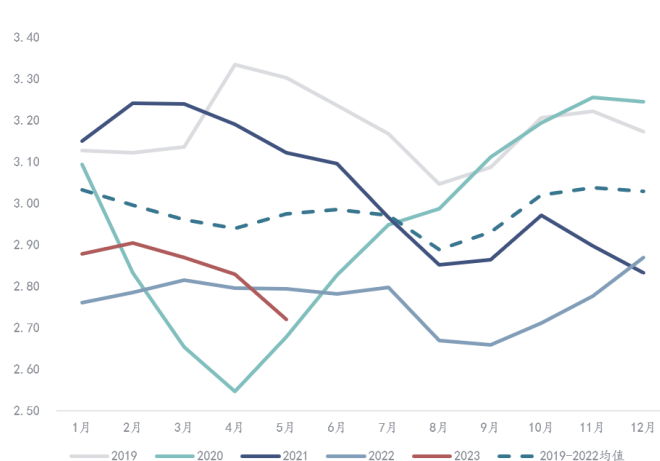
资料来源：Wind，利得研究院，统计截至2023年5月23日。

图45 R007 低于历年同期均值



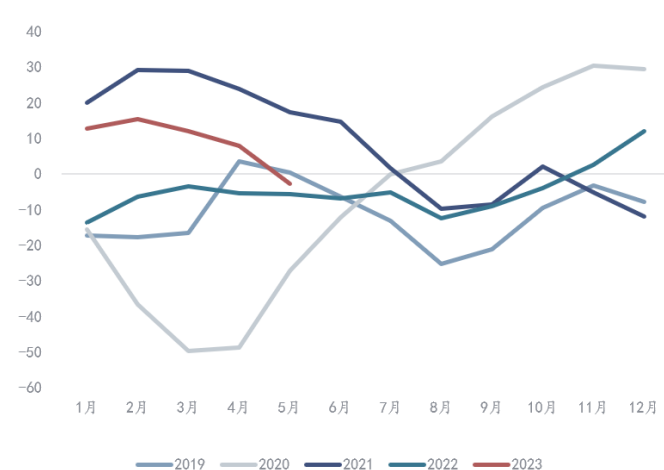
资料来源：Wind，利得研究院，统计截至2023年5月23日。

图46 10 年国债收益率低于2022 年同期



资料来源：Wind，利得研究院，统计截至2023年5月23日。

图47 5 月 10 年国债-MLF 利差发生倒挂，幅度接近去年同期



资料来源：Wind，利得研究院，统计截至2023年5月23日。

3.1.3 债券配置策略

需要警惕债市的调整风险。5月10年国债中枢2.72，低于2022年同期。经济复苏斜率放缓但仍明显好于去年同期。押注政策无视当前“弱现实”、经济继续复苏乏力、国债利率突破2.6低点的概率较低，且城投信用风险依然明显，债市处在利多钝化、利空敏感的阶段，关注存量政策落地带动经济自然修复和增量政策出台的可能性。

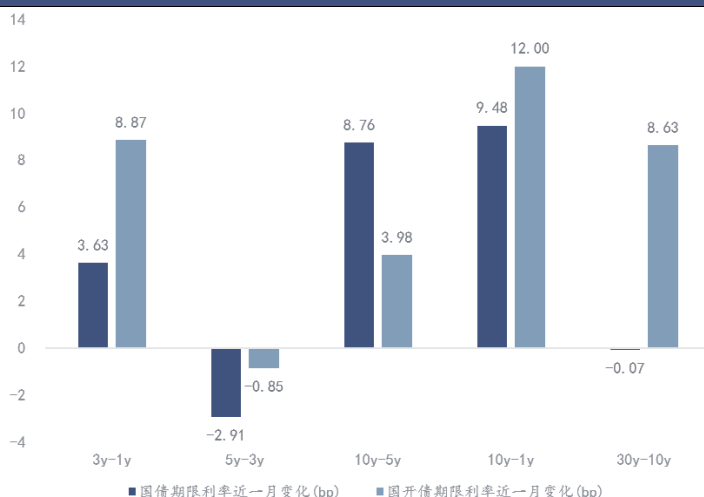
期限利差走扩，关注1-3年、3-5年区间段的骑乘机会。拉久期策略演绎较为极致，资金价格偏低叠加6月机构加杠杆，短端博弈性价比更高。长端利率降至历史极低分位数水平，10年期收益率居于近10年5%分位数以下，30年期降至近10年1%分位数以下，反映市场拉久期策略演绎较为极致。相比之下，中短期更有配置价值，在资金面延续宽裕的情况下，6月是基金等交易盘加杠杆的阶段，未来或有一定的修复空间。期限利差来看，大部分走扩，1-3年和3-5年区间段期限利差均处在50%分位数以上的水平，可以考虑骑乘策略。

图48 利率债走强



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.1.3-2023.5.24。

图49 期限利差多数走扩



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.4.21-2023.5.24。

图50 利率债收益率

期限		1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	当前水平 (%)	1.98	2.31	2.47	2.67	2.70	3.05
	近10年中位数 (%)	2.59	2.86	3.04	3.20	3.22	3.80
	当前分位数 (%)	8	6	5	4	5	0
国开债	当前水平 (%)	2.15	2.48	2.62	2.84	2.84	3.17
	近10年中位数 (%)	2.78	3.24	3.47	3.70	3.67	4.21
	当前分位数 (%)	9	6	4	3	2	0

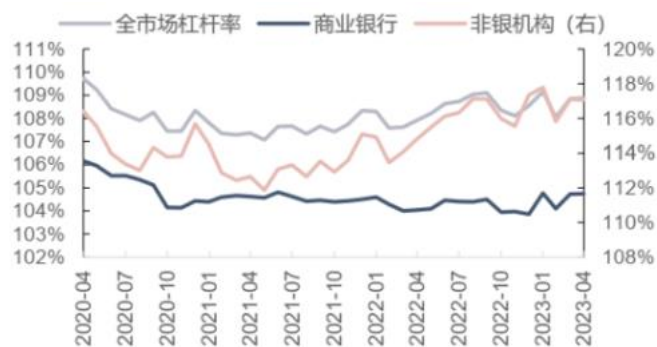
资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013.5.24-2023.5.24。

图51 利率债期限利差

期限利差		3y-1y	5y-3y	10y-5y	10y-1y	30y-10y
国债	当前水平 (bp)	33.35	15.81	23.08	72.24	35.08
	近10年中位数 (bp)	26.14	15.62	17.72	59.96	52.79
	当前分位数 (%)	69	52	78	73	1
国开债	当前水平 (bp)	33.44	13.45	22.83	69.72	32.40
	近10年中位数 (bp)	38.89	18.39	16.73	75.37	51.73
	当前分位数 (%)	36	27	73	42	21

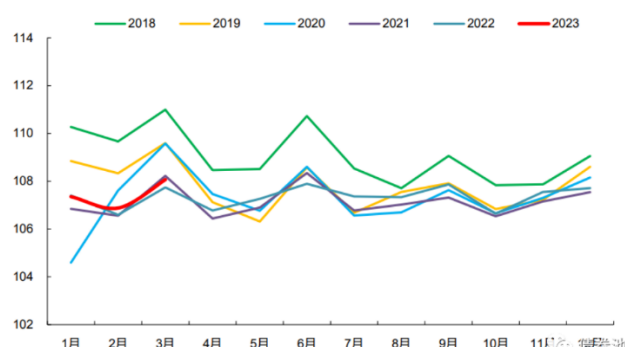
资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013.5.24-2023.5.24。

图52 4月债市杠杆率环比持平



资料来源：信达证券，利得研究院。

图53 历年6月债市杠杆率上升



资料来源：安信证券，利得研究院。

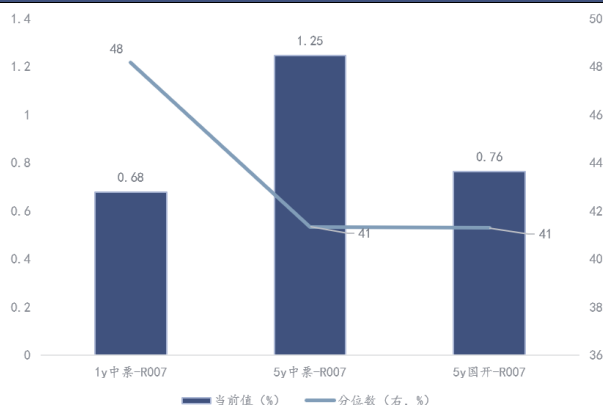
套息空间明显释放，长久期高等级信用债仍有配置空间。5月信用利差多数走扩，当前AAA等级中票信用利差分位数在20%以上，期限越长，利差水平越高，5年期高等级信用利差处在50%以上分位数，有较大配置空间。截至5月24日，5年期中票利差1.26%，居近10年41%分位数，杠杆套息空间明显释放。

图54 信用利差走阔

信用利差（中票-国开）		1y	3y	5y
近一月变动（bp）	AAA	7.81	5.43	6.04
	AA+	7.83	6.63	2.99
	AA	6.83	4.63	4.99
当前值(bp)	AAA	38	41	48
	AA+	48	57	66
	AA	55	97	114
分位数(%)	AAA	27	43	53
	AA+	15	25	21
	AA	7	37	27

资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013.5.24-2023.5.24。

图55 杠杆套息空间明显释放



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013.5.24-2023.5.24。

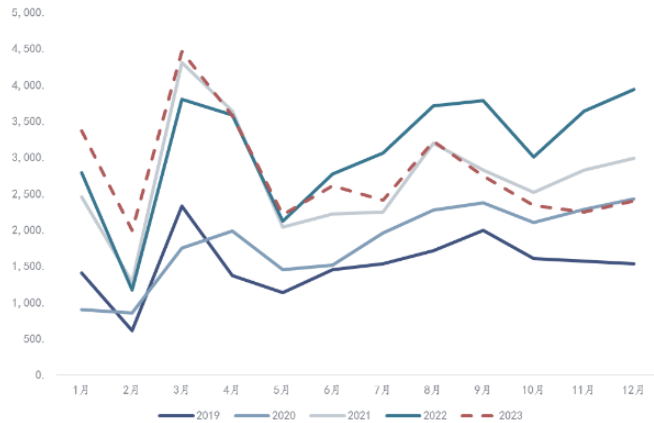
城投负面消息频传，目前公开债违约风险相对可控，但仍需规避高风险区域。继贵州公开无力化债事件后，云南昆明也传出负面舆情，和此前类似，得到官方较快回应，显示公开债保证兑付仍是各地方政府坚持的底线。从城投利差看，5月以来各等级城投债利差分化较大，长久期城投债表现更优，等级利差压缩，而其他期限城投债信用利差有不同程度的走扩。10年城投债下，低等级利差压缩幅度更大，体现资产荒行情下，拉久期、下沉增厚收益的策略仍有使用。“强区域弱城投”思路下，先根据AAA等级城投利差筛选掉部分区域，比如AAA等级城投利差大于130bp（所有区域中位数水平）的区域，可能存在债务负担较重、负面舆情影响、再融资能力较弱等问题。另一方面，在合理控制风险的情况下，考虑AA等级城投债做适当信用下沉。按照这样的标准，本月筛选出符合的省份包括江西等地。

图56 各等级城投债信用利差变化

信用利差	AAA				AA+				AA			
	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年
当前值	43.19	41.69	48.47	57.24	46.29	55.35	64.47	89.34	58.14	81.44	103.97	148.93
近一月变化(bp)	11.80	5.20	4.92	-3.29	8.40	6.79	4.37	-11.09	7.78	11.88	-4.57	-11.22
近4年均值(bp)	40.76	41.43	50.83	69.85	52.12	54.66	67.89	100.32	63.21	73.37	101.58	140.44
近4年分位数	41.99	48.68	60.45	90.47	69.47	47.36	61.97	71.50	62.37	30.53	44.42	32.35

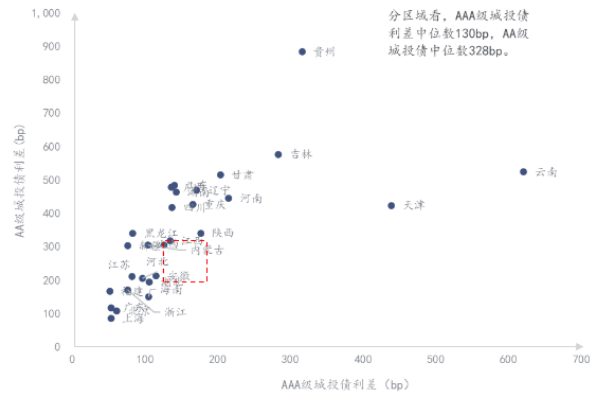
资料来源：Wind，利得研究院，截至2023年5月25日。

图57 今年城投债到期压力仍大



资料来源：Wind，利得研究院。

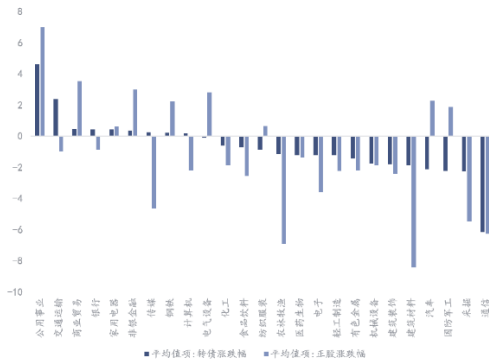
图58 强区域弱城投配置思路本期推荐



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.5.24。

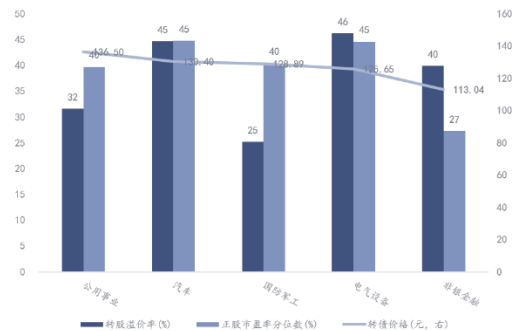
股市结构性行情未完，转债仍需关注个券分化。年初以来转债发行呈现旺季不旺，净供给低于往年同期，5月转债发行、净融资均继续走低，预计后续供给冲击仍小。展望后市，股市结构性行情延续，难言普涨行情，转债更需要关注个券分化。**短期建议关注“双低转债”**，比如电气设备、汽车、国防军工等，**这些行业的正股不弱但转债表现靠后，预计有修复空间。**“双低转债”的筛选标准是：1、筛选出涨幅或不及正股或下跌超过正股的行业，优先考虑超调幅度靠前的行业；2、按转股溢价率升序排列，优先考虑转股溢价率较低的行业；3、筛选正股估值市盈率 50%分位数以下的；4、行业可选标的 5 只以上的。中长期建议参考权益配置思路。

图59 近1月公用事业、交运、商贸、银行转债涨幅居前



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2023.04.24-2023.05.24。

图60 部分“双低”转债转股溢价率及当前平均价格



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止：2023.05.24。

3.2 股票：机遇大于风险

3.2.1 行业综合推荐

1、消费行业：资金均衡配置需求提升，可关注低位消费板块。消息面上，618 到来在即，预售即将于月初开始，短期或对消费板块有所提振。**资金面上**，随着 TMT 和中特估均出现阶段性过热，两大主题同时休整，部分资金需要寻求低位板块，因而消费板块存在布局机会。**基本面上**，对于经济数据中反映的消费复苏偏弱的定价在 3-5 月已经演绎较为充分，但购买力的修复仍在进行中，近月的数据都显示服务业数据并不差，下半年消费修复的空间仍然较大。**结构上**，考虑到居民收入预期仍偏低，全面繁荣的“报复式”消费出现概率不高，主要可以关注消费场景恢复带来的积压消费需求释放，如保值类消费（黄金珠宝）、必选消费。此外，多数板块已回到疫情前水平，估值修复较为充分，需静待业绩恢复。

2、医疗行业：二季度低基数效应下业绩有望高增，行业具备持续修复预期。今年 2 月后，国内医疗秩序逐步恢复，但考虑春节等多重因素影响，一季度医药板块业绩增长并未恢复到正常水平。而二季度常规医药医疗秩序的有望进一步修复和恢复，医药医保政策预期也趋于稳定，叠加 2022Q2 的低基数效应，医药公司 Q2 业绩同比有望进入加速提升时期，且后续仍具备持续恢复能力。可重点关注医疗服务、医疗器械、体外诊断、消费诊疗等。

3、科技行业：

1) 计算机/通信：距高点大幅回调 20%左右，后续仍可关注“AI+”行情反复。对比 2013 年“互联网+”推动的 TMT 大牛市，其主要呈现三个阶段：1) 受益于政策与业绩的支撑传媒板块率先领涨；2) 随后呈现“软切硬”的特征，上游通信、电子及半导体公司得益于下游旺盛的需求，量价齐升；3) 牛市末尾拔估值行情。当前 AI+ 尚处于新技术导入期，随着各地 AI 大模型布局与数字产业化建设，需求和资本开支的扩张有望带来相关基础设施的确定性高成长空间。短期拔估值后，或更关注业绩落地情况，后续预计“AI+”行情仍然有望反复。

2) 半导体：距高点大幅回调 20%左右，整体行业有望见底拐头，国产替代加速。5 月 16 日，长江存储的颗粒报价开始抬升，涨价幅度约在 3-5% 左右，且三星电子、SK 海力士存储芯片也有所涨价。另外，近期审查发现美光公司产品存在较严重网络安全问题隐患，对我国关键信息基础设施供应链造成重大安全风险。预计未来存储芯片国产替代有望加速。率先实现自主可控高端工艺突破的国产存储芯片厂商有望在产业链自主可控发展大趋势下充分受益。基本面见底回升叠加国产替代概念，相关主题后续仍有望持续。

图61 芯片周期（内存价格走势）



资料来源：Wind，利得研究院。

4、证券行业：板块在5月冲高后，再度回调至低位，考虑左侧布局，指数反弹时或迎阶段性机会。证券板块在5月先冲高，后回落，近期已回落至前期低点。经济基本面逻辑尚无太大变化，未来继续看好A股反弹机会。作为A股市场的旗手，有望迎来较大弹性。但券商板块其往往是脉冲式短期行情，需注意把握节奏。

图62 中信一级行业估值及盈利预测

所属大类行业	一级行业	2023年预期盈利增速%	上个月预测的2023年盈利增速	近一个月2023年盈利预期变化%	2023-2022盈利增速%	2022年预期盈利增速%
必选消费	食品饮料	20.9	21.0	0.0	-3.6	24.5
必选消费	商贸零售	284.5	46.9	-182.2	-8.1	292.6
必选消费	农林牧渔	88.2	1,438.1	-1,346.1	-130.7	238.9
可选消费	汽车	40.3	47.4	-7.1	-11.2	51.5
可选消费	纺织服装	59.7	78.7	-19.0	19.4	40.3
可选消费	家电	14.0	10.9	3.1	-2.2	16.2
可选消费	消费者服务	62.7	85.3	-79.9	-1,222.2	1,284.9
可选消费	轻工制造	22.7	48.6	-25.9	-31.1	53.8
医疗	医药	23.5	-4.6	28.1	8.3	15.3
通讯业务	通信	14.9	12.6	2.3	0.7	14.1
通讯业务	传媒	51.2	20.9	-135.8	-519.3	570.5
信息技术与硬件	计算机	47.4	11.9	-67.5	-78.4	123.9
信息技术与硬件	电子	43.4	55.2	-1.8	-2.0	45.4
金融	非银行金融	13.4	14.5	-1.1	-26.1	39.5
金融	银行	6.9	4.4	2.5	1.2	5.7
房地产及服务	房地产	351.6	43.9	-85.3	31.5	38.8
工业	电力设备及新能源	24.0	31.8	-7.8	-17.2	41.2
工业	建筑	26.1	7.8	18.4	5.4	20.8
工业	交通运输	28.5	37.8	-9.3	-7.6	101.1
工业	国防军工	39.5	49.2	-9.8	-12.3	51.8
工业	机械	24.5	22.9	1.6	-14.0	39.5
公用事业及服务	电力及公用事业	13.3	44.6	-31.3	-68.9	80.2
原材料	建材	26.1	37.3	-11.2	-14.1	40.2
原材料	基础化工	18.3	6.0	12.3	8.9	9.4
原材料	钢铁	31.0	86.5	-55.5	-38.7	69.7
原材料	有色金属	15.6	2.8	12.7	0.7	14.9
能源	煤炭	2.3	-15.0	17.3	-0.5	2.9
能源	石油石化	8.5	-4.6	13.1	0.5	7.9

2023/5/24	PE (TTM)	近一个月PE (TTM) 变动	近十年估值分位														近三年估值分位														指数分位点		
			PE估值分位	近一个月变动	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	PE估值分位	近一个月变动	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	2023以来	近一年	近三年				
石油石化	10.2	0.2	9%	1%	★										30%	5%			★							46%	55%	58%					
煤炭	6.6	0.0	3%	0%	★										8%	0%	★									15%	10%	69%					
有色金属	14.6	-0.4	0%	-1%	★										0%	2%	★									0%	5%	47%					
电力及公用事业	27.7	-2.1	79%	-8%							★				51%	10%			★							67%	60%	67%					
钢铁	45.2	14.5	76%	3%							★				98%	2%							★			0%	0%	27%					
基础化工	21.9	2.3	17%	8%		★									33%	3%			★							7%	4%	37%					
建筑	10.5	-1.7	40%	-21%					★						73%	26%							★			20%	48%	60%					
建材	22.0	2.9	64%	8%						★					98%	1%							★			0%	10%	7%					
轻工制造	35.5	3.9	56%	17%											96%	3%								★		2%	38%	29%					
机械	35.9	1.4	21%	5%			★								30%	10%			★							33%	42%	53%					
电力设备及新能源	24.0	-1.7	1%	-1%	★										1%	1%	★									26%	12%	51%					
国防军工	69.0	2.3	42%	3%					★						52%	5%				★						17%	22%	47%					
汽车	36.2	-0.9	73%	-1%								★			11%	3%		★								22%	11%	52%					
商贸零售	37.0	-1.6	77%	-3%								★			86%	7%							★			0%	57%	19%					
消费者服务	83.3	25.8	79%	-10%								★			34%	27%			★							0%	0%	13%					
家电	15.5	-1.0	21%	-10%			★								10%	16%	★									16%	71%	27%					
纺织服装	36.8	7.3	74%	32%											77%	3%							★			25%	58%	48%					
医药	42.9	7.6	64%	47%						★					43%	13%				★			★			19%	57%	22%					
食品饮料	31.8	-2.5	49%	-17%					★						2%	2%	★									7%	51%	36%					
农林牧渔	28.9	-62.3	27%	-61%			★								48%	19%			★							0%	0%	5%					
银行	4.9	0.0	16%	1%			★								26%	3%		★								26%	57%	40%					
非银行金融	15.7	-1.7	29%	-10%				★							55%	22%				★						25%	62%	24%					
房地产	13.8	-0.6	63%	-2%							★				93%	5%							★			0%	0%	0%					
交通运输	31.9	0.0	84%	-1%								★			56%	2%					★					0%	29%	68%					
电子	63.1	7.6	78%	18%									★		73%	1%							★			14%	45%	24%					
通信	20.2	-3.1	8%	-1%	★										28%	4%		★								43%	63%	46%					
计算机	100.8	-5.6	62%	-4%									★		27%	4%		★								42%	58%	48%					
传媒	198.3	31.1	97%	16%										★	96%	26%							★			53%	68%	66%					

资料来源：Wind，利得研究院，统计时间截止 2023/5/24

图63 ROE 稳定性

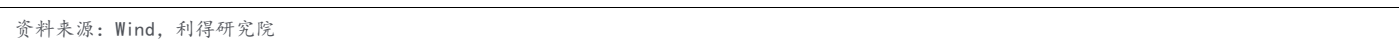


图64 PEG 矩阵



图65 行业综合打分推荐

行业	所属大类行业	配置建议	本期总分	上期总分	变动	大类行业配置权重	宏观及行业景气因素					盈利前景及财务质量						估值			技术面					
							小计	增长周期	货币流动性	财政与产业政策	海外环境	小计	预期盈利增速	一致预期变化	ROE矩阵	资产负债率	自由现金流	分红收益率	静态估值历史分位数	国际比较	PEG矩阵	小计	基金仓位	超买超卖	短期趋势	
食品饮料	必选消费	超配	4	4	↑	5	4	4	4	4	4	4	2	3	5	5	5	3	3	4	1	3	1	3	4	
商贸零售	必选消费	超配	4	4	↓	5	3	3	3	4	1	3	5	5	1	1	1	3	4	5	5	1	3	3	3	3
农林牧渔	必选消费	超配	4	4	↓	5	4	5	4	4	4	3	5	4	1	2	4	1	3	2	1	5	3	3	5	1
汽车	可选消费	超配	4	4	↑	5	4	4	3	4	3	3	4	3	4	2	4	3	3	3	4	3	4	2	4	5
纺织服装	可选消费	超配	4	4	↑	5	3	3	3	3	3	4	5	3	4	5	1	4	2	1	3	2	4	5	2	5
家电	可选消费	超配	4	4	↓	5	3	3	2	3	3	3	2	2	5	2	4	4	4	4	5	2	2	3	2	1
消费者服务	可选消费	超配	4	4	↑	5	2	3	3	2	1	3	5	5	1	4	3	1	3	2	2	5	4	4	5	2
轻工制造	可选消费	超配	4	4	↑	5	2	2	2	1	2	3	2	4	5	3	2	3	3	1	4	4	4	5	3	4
医药	医疗	中性	3	3	↓	3	3	3	3	4	3	3	3	2	5	5	2	1	3	3	5	2	3	1	3	4
通信	通讯业务	中性	3	3	↓	2	4	4	4	4	4	3	2	2	2	5	5	4	3	4	3	1	2	3	1	2
传媒	通讯业务	低配	2	2	↑	2	2	2	3	1	3	3	4	5	1	5	2	2	2	1	1	4	2	3	1	3
计算机	信息技术与硬件	超配	4	4	↑	5	4	4	4	4	4	3	4	5	3	5	1	1	3	3	3	3	1	1	1	2
电子	信息技术与硬件	超配	4	4	↑	5	5	4	5	5	4	3	4	4	3	4	3	2	2	2	1	2	2	1	3	1
非银行金融	金融	低配	2	2	↑	1	4	4	5	4	4	3	1	3	4	1	5	4	4	3	4	4	3	4	1	5
银行	金融	低配	2	2	↓	1	3	3	4	3	3	3	1	2	5	1	5	5	4	5	5	3	3	3	2	4
房地产	房地产及服务	低配	2	2	↑	1	4	4	5	5	3	3	5	5	1	1	2	4	5	5	5	5	4	4	5	2
电力设备及新能源	工业	中性	3	3	↑	2	5	5	5	5	5	3	3	1	3	2	4	2	3	5	2	3	4	1	5	5
建筑	工业	低配	2	2	↓	2	4	3	4	4	3	3	3	1	5	1	3	3	3	2	2	4	3	4	2	2
交通运输	工业	低配	2	2	↑	2	3	1	3	3	3	3	3	4	2	2	2	5	3	2	1	5	3	2	4	3
国防军工	工业	中性	3	2	↑	2	5	5	4	5	5	3	4	3	4	3	1	1	2	3	1	1	3	2	4	4
机械	工业	中性	3	2	↑	2	4	3	4	4	3	3	3	3	3	3	1	2	3	4	2	3	3	2	2	5
电力及公用事业	公用事业及服务	中性	3	2	↑	2	4	3	4	3	4	2	1	2	3	2	3	3	3	2	2	5	4	5	1	5
建材	原材料	中性	3	3	↓	2	3	2	3	3	2	4	3	4	4	4	3	5	2	1	2	4	4	5	5	1
基础化工	原材料	低配	2	2	↓	2	2	1	2	2	4	3	2	2	2	4	3	2	3	3	3	2	3	2	5	3
钢铁	原材料	中性	3	3	↑	2	2	1	2	1	2	4	4	5	2	3	2	5	4	1	5	5	4	5	4	3
有色金属	原材料	低配	2	3	↓	2	2	2	2	1	3	2	2	1	2	3	4	2	4	5	3	3	3	2	4	2
煤炭	能源	中性	3	2	↑	2	2	1	2	3	3	3	1	1	3	4	5	5	3	5	4	1	4	5	3	4
石油石化	能源	低配	2	2	↑	2	3	2	2	3	4	3	1	1	2	3	5	5	3	4	3	2	3	4	2	3

资料来源：利得研究院

3.2.2 主题策略选择

1、一带一路：2023 年恰逢“一带一路”倡议十周年，第三届“一带一路”国际高峰论坛将于今年下半年举办。5 月市场有所回调，后续催化仍有望继续。5 月 18 日至 19 日，首次“中国+中亚五国”峰会在陕西西安召开，会议达成 54 项合作共识和倡议，成果显著。具体包括：1) 加强共建“一带一路”倡议同中亚五国倡议和发展战略对接；2) 共建共用基础设施，推动中国-中亚交通走廊建设以及推进中国-中亚铁路运输；3) 建立中国-中亚能源发展伙伴关系，开展可再生能源领域合作。此外，会议期间达成了 9 份多边合作文件，并倡议成立包括中国—中亚经贸部长会议机制等多个多边合作平台。今年是“一带一路”10 周年，我国曾在 2017 年、2019 年举办过两届“一带一路”合作高峰论坛，下半年有望召开第三届“一带一路”峰会。5 月以来，板块有所回调，后续仍有主题性机会。

2、自主可控：我国进口依赖度较高的主要是大宗商品（金属、能源）及高科技产品。两会中加强现代化产业体系，可重点关注科技自主可控题材。近年来，我国正在从制造大国转型成为制造强国。过去，我国产能过剩和产业链低端化问题突出。俄乌战争以及美国的各种举措，不断强化我国的安全意识。只有加大自主可控，提升产业核心竞争力，才能从根本上保障我国产业链、供应链的安全稳定。因此，两会中的产业政策，重点表示要发展和安全并举。发展主要体现在科技环节、安全主要注重能源方面。当前我国

进口依赖度较高的主要是大宗商品（金属、能源）及高科技产品。金属、能源主要来源于澳大利亚、中东、俄罗斯、非洲等资源国，而高科技产品主要来源于美国、日本、韩国、台湾等。当前我国科技发展水平仍与发达国家有显著差距，进口依赖度高。在“逆全球化”的大背景下，我国定将集中攻坚，加快速度补齐短板，以保障国家安全战略。主要包括：操作系统（信创）、集成电路（半导体）、科学仪器、高端新材料、航空航天等。

3、人工智能：弱复苏背景下，主题题材仍有望反复发酵。弱复苏背景下，主题题材仍有望反复发酵，人工智能主要涉及计算机/通信/传媒板块。此外，业绩是支撑行情持续性的动力，计算机/传媒板块在低基数下，Q2 仍有望保持高增长，可重点关注业绩表现较好或者有边际好转的个股。

图66 主题综合打分推荐

所属大类行业	主题	打分汇总	基本面								可投资性		技术面	
			商业模式	供给	需求	壁垒	技术	政策	外需	持续性	可投资标的	资金容纳量	催化剂打分	市场热度打分
			商业模式是否成熟	供给面是否需要或者有能力做大规模的资产投入	需求层面是否需要大规模的补贴或扶持（是否自发性）	进入壁垒的高低	发生颠覆性技术创新的可能性	政府产业政策的支持力度	外部（国际）需求的空间	中短期还是长期的主题	成分个数	20日均成交额	短期催化剂的强度和频度	主题指数从启动到高点涨幅
国际区域化合作	一带一路	50	4	5	4	4	3	5	4	5	5	4	4	3
科技生活	人工智能	49	4	4	4	5	5	5	1	5	4	5	5	2
国企改革	中字头	47	4	4	3	5	2	5	1	5	5	5	4	4
科技生活	ChatGPT	48	3	5	4	4	5	4	4	5	1	4	5	4
科技生活	AI GC	47	3	4	4	4	5	5	4	5	2	3	5	3
硬科技	高端装备制造	47	2	5	4	5	5	4	2	4	3	4	4	5
硬科技	自主可控	46	3	5	5	5	4	5	1	4	3	5	5	1
科技生活	信息技术	46	3	4	3	4	5	4	1	5	5	5	5	2
科技生活	数字经济	46	4	5	5	4	4	5	1	4	3	5	5	1
硬科技	半导体产业	46	3	5	3	5	4	5	1	4	5	5	3	3
国际区域化合作	跨境支付	45	2	5	3	5	5	5	4	5	3	2	3	3
硬科技	网络安全	43	4	4	5	5	5	5	1	5	1	2	5	1
军工	航空航天与国防	43	3	5	4	4	4	4	1	5	4	2	3	4
硬科技	通信设备	42	4	4	5	3	3	4	1	4	5	3	5	1
新能源	储能	42	3	3	3	4	5	4	4	5	3	2	2	4
医疗	医疗器械	41	4	4	4	4	4	4	2	4	2	1	3	5
新能源	氢能	41	2	4	3	4	5	4	2	5	4	1	2	5
科技生活	数字货币	40	3	4	2	4	5	4	4	5	1	1	4	3
民生	养老产业	40	2	4	4	3	3	4	1	5	3	3	4	4
新能源	特高压	40	3	4	3	5	4	4	3	4	1	1	3	5
硬科技	云计算	37	2	3	3	4	5	3	1	5	4	3	3	1
科技生活	虚拟现实	39	3	3	4	4	5	3	2	4	3	4	3	1
科技生活	金融科技	39	3	5	2	4	3	4	2	5	3	2	4	2
医药	生物医药	38	3	4	3	5	5	4	2	4	1	1	4	2
基建	基站	37	4	5	3	4	4	4	1	4	1	2	4	1
科技生活	网络游戏	36	5	3	2	4	1	5	1	4	1	3	5	2

资料来源：利得研究院

法律声明

风险提示

投资有风险。基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。相关数据仅供参考，不构成投资建议。投资人请详阅基金合同等法律文件，了解产品风险收益特征，根据自身资产状况、风险承受能力审慎决策，独立承担投资风险。

重要声明

阁下/贵方接受、阅读或使用本文件即表明阁下/贵方已事先及无条件接受以下“重要声明”所载之条款和条件：

本文件系为利得基金备制，本文件中的信息仅作参考之用，不构成任何具有法律约束力之产品投资要约或要约邀请，并且不可用于对投资的评估。

本文件所载信息仅为初步提示，利得研究院从未表述或保证本文件中的信息的完整性和准确性，接受或使用用户亦不得对其完整性和准确性提出要求。即使本文件所有信息系已尽最大的谨慎提供、选择和校验，利得研究院对于信息的完整性以及内容的正确性亦不承担任何责任。

本资料仅为宣传用品，本机构及工作人员不存在直接或间接主动推介相关产品的行为，不构成投资建议。

保密条款

本文件中的信息均为保密信息，未经利得基金书面事先同意，不得为任何其它目的，整体或部分地使用、复制或传播本文件中所含信息。

未经事先书面许可，本文件不可被复制或分发，本文件内容亦不可向任何第三者披露，仅供特定范围内的资深专业投资人士使用，不得用作它途。一旦接收或阅读本文件，阁下/贵方应被视为已经接受此项保密条款。