

华龙投顾掘金

投顾月报

题目：不必悲观，底部渐行渐近

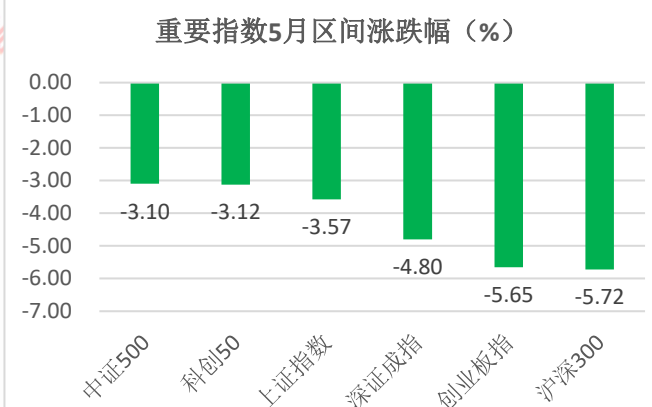
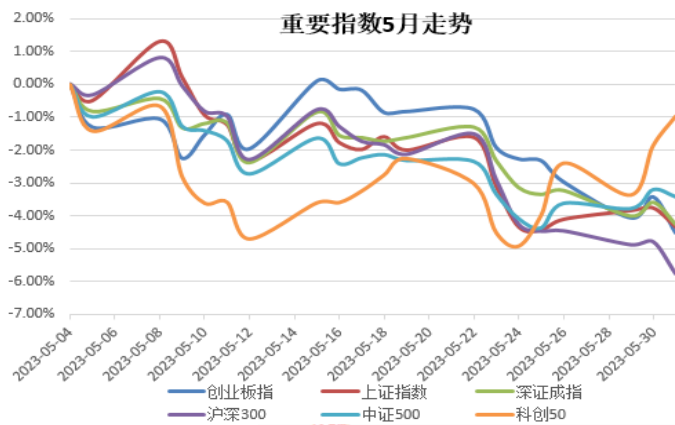
一、核心观点

6 月，随着时间推移国内经济增长放缓、政策难有及时宽松、外资流出等这些利空预期逐步落地消化，股债收益差再此回到了接近-2X 标准差的位置，市场已经具备企稳的必要条件。投资者可考虑从防御思维转向布局思维，“安全”主线中有政策催化或业绩优势的品种，包括科技安全、能源安全、国防安全以及医药板块。

二、五月回顾

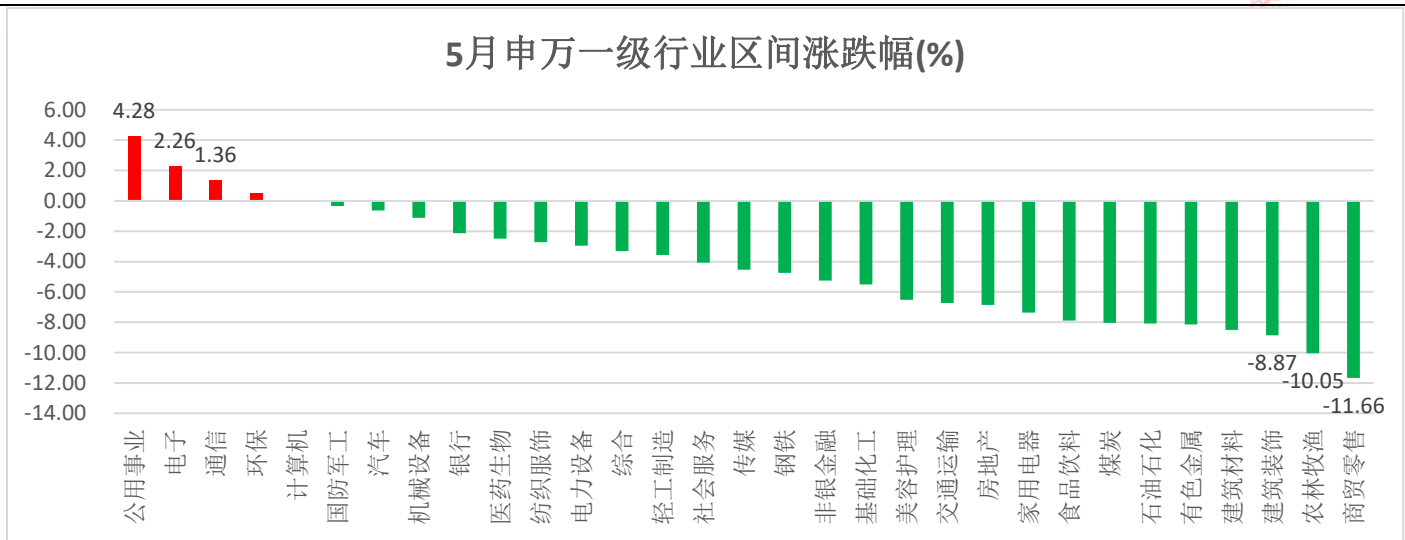
市场表现：二季度以来，经济的弱预期、弱现实主要体现在环比层面，同比层面波动不大，使得从上到下对于经济的解读仍然难以统一，且对应增量政策的节奏、时点较难把控。市场参与的各方对国内经济展望迷茫、增量资金不足且海外风险事件未止的环境下，投资者交易意愿不足，五月三大指数连续下行，深成指与创业板指创出年内新低。进入五月下旬两市日成交额跌至 8000 亿元附近，进入 A 股历史换手率偏底部区域（1%~2%），近期新基金发行遇冷，IPO 也再度出现破发等负面因素促使市场处于快速波动状态中。北向资金持续流出，同样压制了 A 股表现，前期数字经济和中特估主题行情极端演绎，都进入了调整阶段。

截至 5 月 31 日收盘，国内重要指数 5 月区间涨跌幅为：上证指数（-3.57%）、深证成指（-4.80%）、创业板指（-5.65%）、沪深 300（-5.72%）、中证 500（-3.10%）、科创 50（-3.12%）。



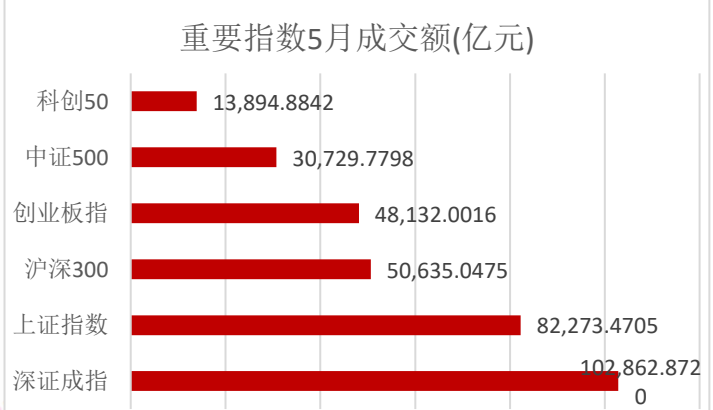
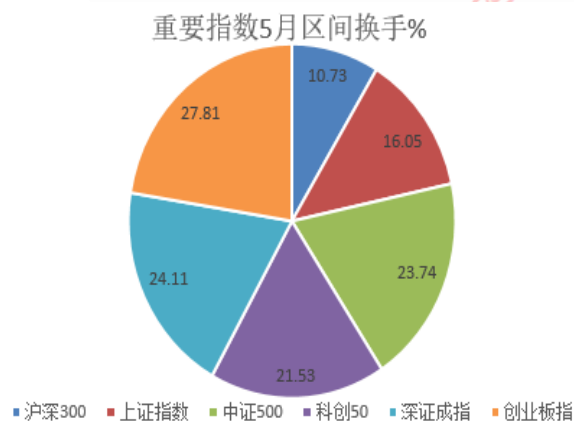
资料来源：iFinD、华龙证券投资顾问部

从行业板块分析看：5月申万一级行业中表现较好的是：公用事业（4.28%）、电子（2.26%）、通信（1.36%）、环保（0.47%）；跌幅靠前的有：商贸零售（-11.66%）、农林牧渔（-10.05%）、建筑装饰（-8.87%）、建筑材料（-8.49%）、有色金属（-8.13%）。



资料来源：iFinD、华龙证券投资顾问部

换手率及成交量：5月风险偏好降低，换手率先升后降，从之前超过1.4%大幅回落至1%附近，缩量幅度十分明显。



资料来源：iFinD、华龙证券投资顾问部

两融余额：截至5月31日，A股市场两融余额为16134.16亿元，比4月底增加62.09亿元，其中融资余额15186.87亿元，较4月底增加49.31亿元；融券余额945.13亿元，较4月底增加12.23亿元。5月两融余额保持低位，赚钱效应不足杠杆资金保持谨慎。



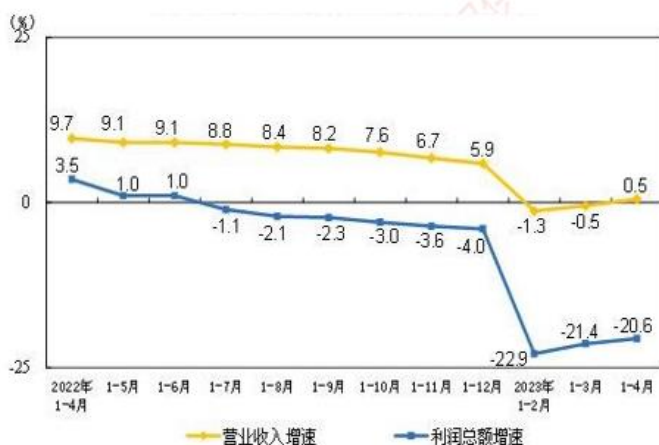
资料来源：iFinD、华龙证券投资顾问部

宏观经济数据方面：

央行：人民银行5月15日发布的2023年第一季度中国货币政策执行报告指出，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。我国经济运行有望持续整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。当前我国经济没有出现通缩。继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。

工业企业利润：1—4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20328.8亿元，同比下降20.6%。1—4月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额7579.8亿元，同比下降17.9%；股份制企业实现利润总额14962.4亿元，下降22.0%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额4679.9亿元，下降16.2%；私营企业实现利润总额5240.3亿元，下降22.5%。

各月累计营业收入与利润总额同比增速



2023年1-4月份分经济类型营业收入与利润总额增速

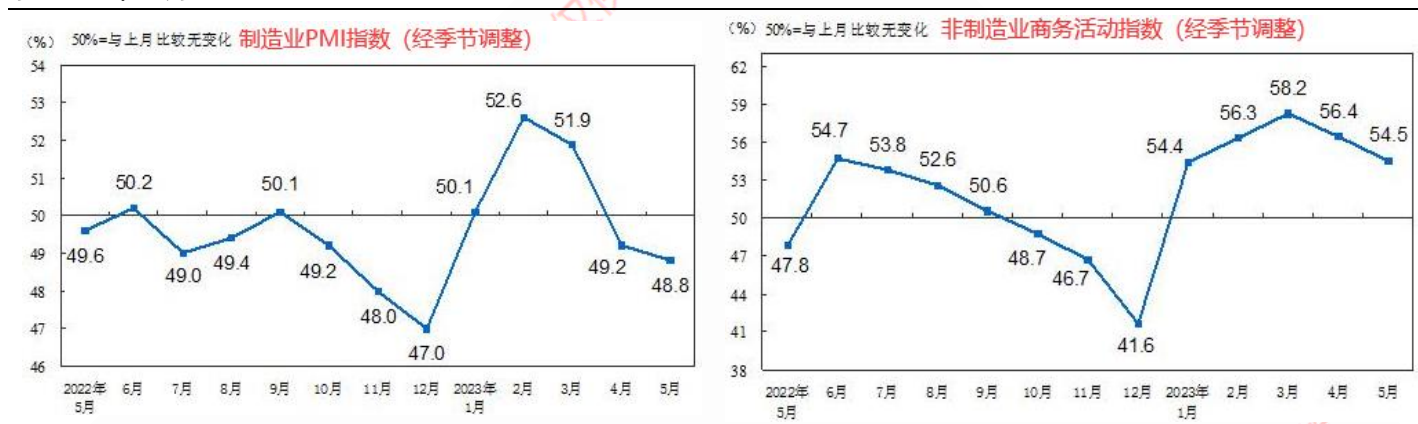


资料来源：东方财富网、华龙证券投资顾问部

PMI：5月，制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，比上月下降0.4个百分点，低于临界点，制造业景气水平小幅回落。从企业规模看，大型企业PMI为50.0%，比上月上升0.7个百分点，位于临界点；中、小型企业PMI分别为

47.6%和 47.9%，比上月下降 1.6 和 1.1 个百分点，低于临界点。非制造业商务活动指数为 54.5%，比上月下降 1.9 个百分点，仍高于临界点，非制造业延续恢复性增长。

6 月 1 日公布的 5 月财新中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9，较 4 月回升 1.4 个百分点，时隔两个月重回扩张区间。从分项数据看，制造业供需小幅扩张。制造业新订单指数重新升至临界点以上，为过去两年来次高，仅低于 2023 年 2 月。



资料来源：国家统计局、华龙证券投资顾问部

汇率：自 5 月 17 日在岸、离岸人民币对美元汇率双双跌破“7”关口后，人民币继续走弱。5 月 31 日，离岸人民币、在岸人民币跌破“7.1”关口。其中，美元/在岸人民币汇率盘中出现 7.1149 高点。近半个月来，人民币对美元的汇率多数时间维持在“7”上方，这是去年底以来人民币再次破“7”。美联储政策两难以及银行业风险发酵，给美元指数带来不确定性，美元波动对人民币汇率造成的阶段性冲击。看全年人民币汇率预计平稳中可能有所升值。

三、六月展望

6 月，从行情走势来看，当前沪深 300、深成指、创业板指等关键指数均已跌至年初低点，5 月 24 日上证指数跌破年线。从月 K 线来看，沪深 300、深成指、创业板指已经出现“四连阴”（2 月~5 月）。历史数据表明，月 K 线“五连阴”情况较罕见，本轮出现的概率不大，加之周线层面再次回到支撑区域，6 月困境反转可能到来。



资料来源：华龙证券投资顾问部

以上信息由华龙证券整理公布，报告版权属华龙证券股份有限公司所有。本内参所载相关数据和信息来源于万得、财联社、同花顺、启明星终端和公开资料，不构成具体投资建议，仅供投资者参考。据此操作，风险自负。未经许可，严禁以任何方式将本刊物全部或部分翻印和传播。本周报风险等级为低风险。

股债收益差再次回到了接近-2X 标准差的位置，假设利率不变的情况下，万得 300 非金融指数股债收益差触及-2X 标准差的跌幅在 2%左右。当前位置可以说已经反映了较为悲观的经济和基本面预期。2016 年 1 月底、2019 年初、2020 年 3 月底、2022 年 10 月底，这些位置都较为相似，同样的悲观情绪，同样的对于经济复苏的担忧，但每次股债收益差稍微刺破-2X 标准差之后，市场都会企稳。



资料来源：天风研究所、华龙证券投资顾问部整理

1、宏观方面，上游开工率在 5 月中上旬表现偏弱，但下旬已有边际企稳迹象；基建实物工作量继续形成，是黑色、水泥、石油沥青等工业品需求的主要托底力量。居民需求温和修复，乘用车销量、电影票房和航空客运稳中有升，市内交通活跃度仍处相对高位。

2、流动性方面，临近 5 月末，为维护流动性平稳，央行适时加大公开市场操作力度：5 月 29 日开展 250 亿元 7 天期逆回购操作，规模略超过本周央行逆回购到期量。5 月信贷投放对银行超储的消耗有所减弱。5 月到期 MLF（中期借贷便利）获得超额续做，表明央行有意维护流动性合理充裕，政策取向没有转变。半年末的市场资金面情况更受关注。预计，6 月流动性供求基本上不存在大的缺口，市场资金面或总体保持平稳。

3、海外方面，5 月 26 日美国商务部公布最新 PCE 数据，4 月美国 PCE 同比增长 4.4%，高于预期值 4.3%，高于前值 4.2%，核心 PCE 同比上涨 4.7%，较前值回升，也高于预期的 4.6%。虽然月初美联储议息会议加息 25BP 后市场普遍预期 6 月暂停加息，但 PCE 数据公布后，市场对于后续美联储加息动作的预期再度分歧，10Y 美债收益率上行 10BP 至 3.8%以上，美元指数上行至 104。

总体上，五月 A 股下跌反映了多方面的悲观预期，包括国内经济增长放缓、政策难有及时宽松、外资流出等因素压制了 A 股表现。随着时间推移这些利空预期逐步落地消化，后续也有着潜在的积极变化，比如存款利率下行带来“资产荒”环境，正在支持市场基本热度；经济差叠加政策不宽，本身是过度悲观的预期；风险事件催化后会有及时应对；海外风险的边界正在变得清晰。投资者可考虑从防御思维转向布局思维，“安全”主线中有政策催化或业绩优势的品种，包括科技安全、能源安全、国防安全以及医药板块。

四、行业板块

【半导体】

以上信息由华龙证券整理公布，报告版权属华龙证券股份有限公司所有。本内参所载相关数据和信息来源于万得、财联社、同花顺、启明星终端和公开资料，不构成具体投资建议，仅供投资者参考。据此操作，风险自负。未经许可，严禁以任何方式将本刊物全部或部分翻印和传播。本周报风险等级为中等风险。

全球 AI 芯片龙头英伟达近日披露财报，Q1 营收 71.92 亿美元，Q2 营收指引 107.8 亿-112.2 亿美元，均大超市场预期。日本 Okasan Securities 分析师 Rina Oshimo 表示，英伟达的业绩增加了半导体行业下半年有望迎来复苏这一说法的确定性。驱动 IC 经历 2022 年周期下行已于 2023Q1 基本见底，库存去化 15 个月已至尾声，近期 TDDI 报价调涨幅度较高，多数 DDI 产品逐渐进入 8~10 周健康库存水位。随着国内工作生活恢复正常，第 2 季进入五一与 618 购物节档期，运营商促销，以及家电下乡和新能源汽车等政府补助将上路带动下，压抑多时的国内消费需求可望喷出，终端库存可望加速去化。

【医药】

医药生物行业估值 PE-TTM 近 29 倍，5 年分位值近 30%，处于历史偏低分位数水平。以细分板块（申万二级）统计，化学制药、医疗服务、中药板块市盈率相对靠前，分别为 34 倍、31 倍、31 倍，生物制品、医疗器械、医药商业板块市盈率则分别为 26 倍、23 倍、19 倍。上市公司的 2023 年第一季度报告显示，大部分企业盈利显著好转，初步确认经济复苏环境。医药板块随着宏观经济的温和修复、以及行业政策的预期向好，会在震荡与反复中向上推进。截至 2023 年第一季度，医药行业的估值和持仓均位于历史相对底部区间，充分消化了多重风险；各项相关政策对行业影响、以及上市公司的业绩都处于边际向好态势。

【机器人】

马斯克在 2023 年股东大会上展示人形机器人 Optimus 最新进展，Optimus 在对运动和力量的控制以及环境感知方面有着显著加强，特斯拉人形机器人技术快速迭代。马斯克透露机器人将共享自动驾驶领域的软硬件技术，AI 能力大幅提升，并表示看好人形机器人的长期价值，乐观预测下需求有望达到 100 亿台。对于近期大热的人形机器人，人民日报也刊文指出：“当前，数字经济方兴未艾，智能化、网联化、柔性化制造加速推进。发挥好机器人的撬动作用，不仅能让制造业提质增效，还有望开辟新领域、新赛道，为制造业发展创造新机遇。”

人形机器人有望持续印证“AI 软切硬”逻辑，有望成为“AI+”终极应用。人形机器人需求潜力大，预计 21-30 年全球市场规模 CAGR 能达到 71%。在智能制造、智能服务、人机协作等方面都将有广阔的应用场景。据麦肯锡报告，到 2030 年，全球约有 4 亿个工作岗位将被自动化机器人取代，按 20%渗透率和 15-2 万人形机器人单价来测算，全球人形机器人市场空间可达到 12—16 万亿元，2030 年全球人形机器人市场规模 85 亿元。

【风险提示】

经济增长不及预期、政策落地实际情况不及预期、国内城投债压力、海外货币政策变化、地缘摩擦加剧；市场剧烈波动，个股黑天鹅事件。突发不可抗力因素，均会构成投资策略的变动，投资有风险，入市需谨慎。

华龙证券

一级审核：李斌 执业证书编号：S0230613070001

二级审核：张红 执业证书编号：S0230616110002

责任编辑：姚浩然 执业证书编号：S0230623030002

免责声明

以上信息由华龙证券整理公布，报告版权属华龙证券股份有限公司所有。本刊观点仅代表华龙证券观点，不构成具体投资建议，投资者不应将本刊作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本刊可取代自己的判断。相关数据和信息来源于万得终端和公开资料，本公司对信息的完整性和真实性不做任何保证。股票价格运行受到系统和非系统风险的影响，请您客观评估自身风险承受能力，做出符合自身风险承受能力的投资决策。本刊物风险等级为中风险，适合稳健型及以上投资者参考（所涉及创业板股票适合积极型及以上投资者参考）。据此操作，风险自负，因使用本刊物所造成的一切后果，本公司及相关作者不承担任何法律责任。未经许可，严禁以任何方式将本刊物全部或部分翻印和传播。