

策略周报

国际地缘会影响国内政策吗？

——策略周末谈（6月第1期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

相关研究

《大安全当立：AI 涌现和央国企盐铁——“大安全当立”系列报告（一）》2023.06.18

《“中特估”再出发：央国企并购重组》2023.06.17

本周值得关注的变化：1、6月 Markit 制造业 PMI 初值发布，美国 46.3（预测 48.5）、英国 46.2（预测 46.8）、欧元区 43.6（预测 44.8），均弱于预期。2、截至6月17日美国当周初请失业金人数为26.4万，为2021年10月30日当周以来新高。3、6月一年期和五年期以上 LPR 报价下调10bp，分别至3.55%、4.2%。4、石油、有色价格均有不同程度下降，钢铁价格有所上行，下游30个大中城市房地产成交面积月同比下降30.79%。

近期国内政策预期和国际地缘环境多变，投资者主要关心的问题在于：

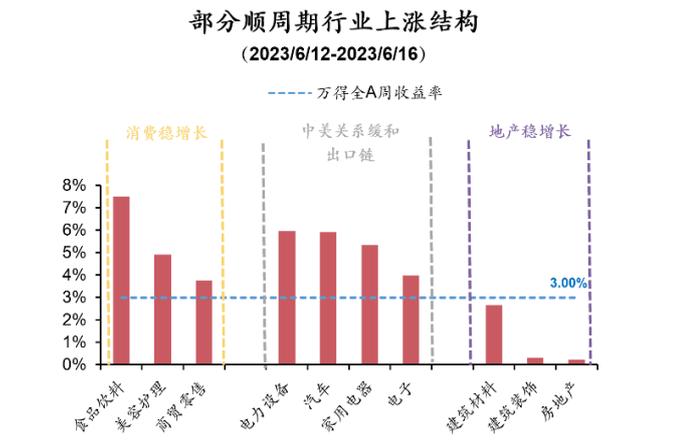
（1）应该继续博弈“稳增长”政策预期？还是回归“调结构”政策主线？（2）国际地缘环境变化将如何影响国内“稳增长”和“调结构”政策预期？

就此问题，我们的基本看法如下：

1、今年 A 股特征非常明显：不交易经济数据，主要交易政策预期。年初以来经济数据有所修复，但市场担忧“稳增长”政策低预期，顺周期持续下跌；6月初以来经济数据出现下行迹象，市场反而开始预期“稳增长”政策发力，顺周期领涨。**原因在于：23 年分子端的盈利弱修复已经是市场的一致预期，因此投资者更加关注的是分母端的国内政策预期和全球地缘事件。**结构上，上周消费“稳增长”和中美关系缓和及相关板块超额收益显著，而地产“稳增长”相关板块涨幅靠后；而本周中美关系缓和及相关板块相对韧劲，但消费和地产“稳增长”相关板块的回撤明显。**由此可见：从上周开始，地产和消费“稳增长”的政策预期出现阶段性回调。**

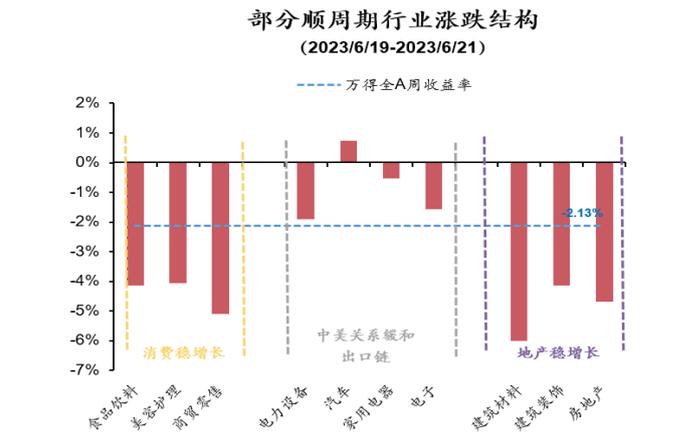
● **风险提示：**策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

图表1:上周顺周期细分行业的上涨结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表2:本周顺周期细分行业的涨跌结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2、国际地缘环境和国内政策节奏尚不明朗，“稳增长”政策不妨右侧布局，“调结构-大安全”政策仍是主线。年初以来的经验显示，左侧布局“稳增长”政策的难度较高，不妨右侧布局——（1）如果“稳增长”政策未超预期，即便左侧布局，反弹空间也比较有限；（2）如果“稳增长”政策超预期，顺周期反弹空间会很大，右侧布局也不迟。当前，地缘环境和政策节奏尚不明朗，建议重视“调结构-大安全”政策主线——从去年末“二十大”以来，“大安全”的重要性明显提高，今年以来的一系列政策大多是围绕“调结构-大安全”主线的（详见下表）。如果说稳增长是“底线思维”的话，那么“大安全”就是逆全球化加速大背景下的“极限思维”。

图表3:近期政策表述整体更偏向“调结构”

日期	部门/会议	文件/报告	主要内容
2022.10.16	二十大	二十大报告	完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量。
2023.3.5	十四届全国人民代表大会	政府工作报告	今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右。
2023.4.28	中共中央	中共中央政治局会议	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。
2023.4.28	中共中央	中共中央政治局会议	坚持稳中求进工作总基调，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。
2023.4.30	学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育工作会议	-	防止换届后容易出现的政绩冲动、盲目蛮干、大干快上以及“换赛道”、“留痕迹”等现象。
2023.5.5	二十届中央财经委员会第一次会议	-	把握人工智能等科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。
2023.5.30	二十届中央国家安全委员会第一次会议	-	要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。
2023.6.20	中国经济日报观点评论	对经济复苏要有信心更要多些耐心	一系列积极变化表明，对于经济全面恢复要保持战略定力，多一些耐心，既不因短期波动误判中国经济的大势和主流，也不能在压力之下自乱阵脚。

资料来源: 中国政府网, 中国经济日报, 方正证券研究所

3、我们在 6.17 《大安全当立：AI 涌现和央国企盐铁》中提示，“调结构-大安全”主线包含但不限于 3 大方向：央国企“涨价重估”+高端制造“补充计划”+数字经济 AI 边界计划。稍微思考第三世界国家的历史和现状，我们就能够得到一个简单直观的结论：在二战后的世界秩序里，“安全和发展”并不是像水和空气一样理所应当且“天然存在”的。当前逆全球化加速的大趋势下，我们需要兼顾安全和发展的均衡发展，提高安全的重要性，“大安全”有望成为最近几年的市场主线，将带来一系列投资机会——

(1) 央国企“涨价重估”：是实现“大安全”的财政基础。继过去 20 多年“土地财政”低频高价的“盐铁”之后，央国企“要素财政”有望成为未来高频低价的“盐铁”；

(2) 高端制造“补充计划”：中国工程院数据显示，截止 2020 年，中国基础工业增加值的全球占比只有 6.19%，剩下接近 94%都是可能会被“卡脖子”的领域，3.17 李强总理表示我们需要“打好关键核心技术攻坚战”；

(3) 数字经济 AI“边界计划”：上世纪 70 年代“苏攻美守”，但 80 年代美国以半导体为代表的“科技大爆炸”带来美苏经济底层效率的“代差”，并最终导致苏联财政破产。数字经济 AI 也有可能带来经济底层效率“代差”，因此也是“大安全”主线的重要方向！

图表4: 央国企“涨价重估”是基础（盐铁），前沿科技“边界计划”和基础工业“补充计划”是目的

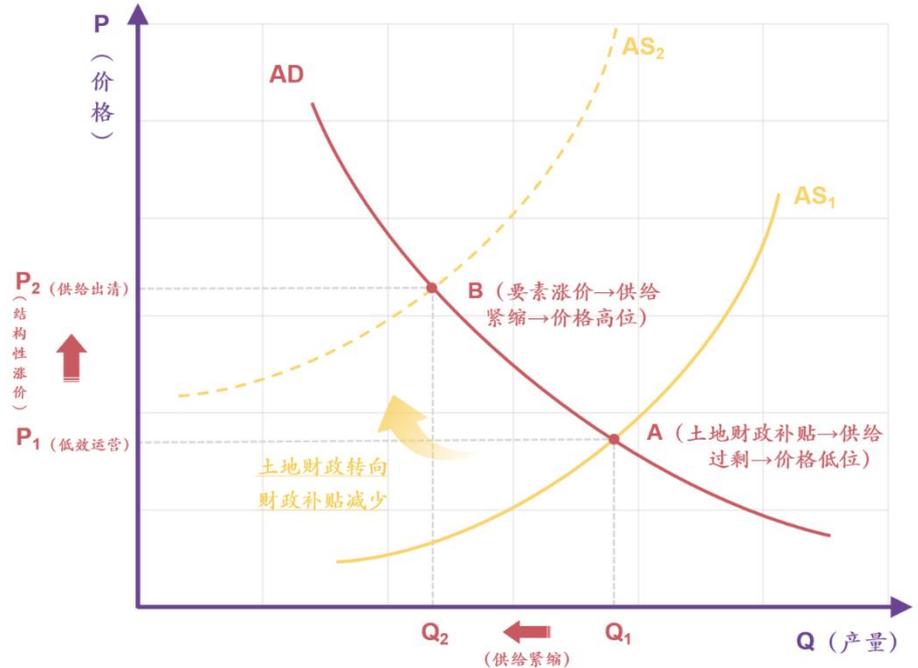


资料来源：方正证券研究所

4、我们在 6.17 《“中特估”再出发：央企并购重估》中判断：6.14 国资委“央企并购重组”专题会，有望驱动新一轮“中特估”行情！“中特估-央国企重估”的底层经济学原理和 16-17 年“供给侧改革”是相通的：财政补贴不动，供给出清，涨价重估——22 年房地产“硬着陆”，土地财政收入降速，依赖大量财政补贴的央国企泛公用事业部门，会以某种形式“供给出清”，供给曲线上移，形成新的价格均衡，带来央国企“价格修复→估值修复”的主线行情（详见下图）。16

年7月8日“供给出清”政策细则落地，“供给侧改革”的第二波行情启动。类似的：“央企并购重组”也明确了“报价者出清”的政策路径，有望开启“中特估-央国企重估”的“第二波行情”！

图表5:供给出清会带来价格曲线上移，形成新的价格均衡，也就是涨价



资料来源：方正证券研究所

5、俄乌地缘又增变数，“调结构-大安全”仍将是政策主线，“稳增长”不妨等政策落地后布局右侧。国际地缘“冲突大趋势”中，中美关系阶段性迎来“缓和小周期”，不排除国内配套出台相关“稳增长”政策的可能性。不过本周俄乌局势再添变数，“调结构-大安全”仍将是政策主线。同时，5月经济数据呈现“筑底”特征，这一定程度上增加了“托底型稳增长”政策的概率，降低了“超预期稳增长”政策的空间。因此，行业配置继续以“调结构-大安全”为主线，右侧布局“稳增长”相关方向——（1）“中特估-央国企重估”的泛公用事业（电力/通信/交运/建筑等）；（2）数字经济AI的“算力基建”（通信基建/算力半导体）；（3）中美关系“缓和小周期”的出口链（家电/汽车）。

6 本周市场全景扫描

6.1 市场回顾

本周A股市场、海外市场与其他大类资产表现：

本周万得全A较上周下跌2.13%，上证指数较上周下跌2.30%，沪深300较上周下跌2.51%，中证500较上周下跌2.56%，创业板指较上周下跌2.57%，科创50较上周下跌3.10%。

各类市场风格中，大盘价值下跌2.77%，大盘成长下跌3.29%，小盘价值下跌2.66%，小盘成长下跌2.27%。

大类行业中，中游制造与可选消费本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为-0.90%、-1.57%，必需消费与中游材料本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-3.59%、-3.08%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为国防军工、汽车、通信，涨跌幅分别为2.78%、0.74%、0.26%；涨跌幅后三行业为建筑材料、传媒、商贸零售，涨跌幅分别为-6.01%、-5.98%、-5.09%。

本周海外市场普遍下跌，其中标普500下跌1.39%、恒生指数下跌5.74%。

大宗商品普遍下跌，其中布油下跌2.24%、COMEX黄金下跌1.85%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为2.67%，较上周上升0.75BP。

图表6: 本周市场回顾

本周市场回顾						
A股市场					海外市场与其他大类资产	
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	海外市场指数	上周涨跌幅 本周涨跌幅
万得全A	3.00%	-2.13%	2.69%	0.00%	标普500	2.58% -1.39%
上证指数	1.30%	-2.30%	3.52%	0.83%	道琼斯工业指数	1.25% -1.67%
沪深300	3.30%	-2.51%	-0.20%	-2.88%	恒生指数	3.35% -5.74%
中证500	2.30%	-2.56%	2.15%	-0.53%	英国富时100	1.06% -2.37%
创业板指	5.93%	-2.57%	-5.75%	-8.44%	德国DAX	2.56% -3.23%
科创50	1.97%	-3.10%	6.28%	3.60%	日经225	4.47% -2.74%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值 周度环比变化
大盘价值	-0.52%	-2.77%	5.99%	3.30%	美元指数	102.88 0.57
大盘成长	5.59%	-3.29%	-7.19%	-9.87%	美元兑人民币	7.19 0.08
小盘价值	-0.22%	-2.66%	2.12%	-0.56%	港元兑人民币	0.92 0.01
小盘成长	2.71%	-2.27%	-0.12%	-2.80%	英镑兑人民币	9.14 0.01
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.87 0.06
周期类	1.63%	-1.89%	6.83%	4.14%	100日元兑人民币	5.07 0.02
资源类	-0.33%	-3.01%	22.40%	19.72%	主要利率	最新值 周度环比变化
中游材料	1.69%	-3.08%	-6.14%	-8.82%	中国十年期国债收益率	2.67% 0.75BP
中游制造	4.36%	-0.90%	7.48%	4.79%	中国一年期国债收益率	1.92% 3.44BP
大消费	3.63%	-2.91%	-2.60%	-5.29%	期限利差 (10Y-1Y)	0.75% -2.69BP
可选消费	4.17%	-1.57%	0.48%	-2.21%	R007	2.22% 17.53BP
必需消费	3.36%	-3.59%	-4.12%	-6.81%	DR007	1.95% 1.15BP
金融服务	-1.96%	-2.82%	6.08%	3.39%	MLF利率: 1年	2.65% -10BP (月度)
服务业	-0.92%	-2.78%	16.49%	13.81%	美国十年期国债收益率	3.74% -3.00BP
TMT	3.01%	-1.79%	64.66%	61.97%	大宗商品	上周涨跌幅 本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	1.63% -2.24%
国防军工	2.32%	2.78%	3.78%	1.09%	WTI原油	2.29% -3.65%
汽车	5.90%	0.74%	4.51%	1.83%	COMEX黄金	-0.16% -1.85%
通信	7.00%	0.26%	51.91%	49.23%	COMEX白银	-2.01% -2.92%
商贸零售	3.75%	-5.09%	-2.39%	-24.08%	LME铜	2.31% -0.83%
传媒	4.53%	-5.98%	49.94%	47.26%	LME铝	0.16% -4.14%
建筑材料	2.66%	-6.01%	-11.26%	-13.94%	上期所螺纹钢	-0.82% -0.85%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

本周A股静态估值: A股总体PE(TTM)较上周从17.90倍降至17.50倍, PB(LF)从1.64降至1.60倍; A股整体剔除金融服务业PE(TTM)较上周从27.99降至27.39倍, PB(LF)从2.26倍降至2.22倍; 创业板PE

(TTM)较上周从 51.46 倍降至 50.42 倍, PB (LF) 从 3.80 倍降至 3.73 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 62.20 倍降至 61.19 倍, PB (LF) 从 4.34 倍降至 4.28 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 4.28 升至 4.30; 相对 PB (LF) 从 2.79 升至 2.80; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 5.18 升至 5.22; 相对 PB (LF) 从 3.19 升至 3.22; 本周 A 股非金融 ERP 较上周从 0.92% 升至 0.98%, 股债收益差较上周从 -0.97% 升至 -0.93%

本周 A 股动态估值: 本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 12.24 倍降至 11.96 倍; A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 16.55 倍降至 16.18 倍; 创业板重点公司全动态 PE 较上周从 26.73 倍降至 26.14 倍; 科创板重点公司全动态 PE 较上周从 36.71 倍降至 36.06 倍; 创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周维持在 2.47; 科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.39 升至 3.41; 本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 3.39% 升至 3.51%。

本周资金面变化: A 股总体重要股东二级市场交易净减持 65.74 亿元, 减持最多的行业为电子 (-17.57 亿元), 增持最多的行业为有色金属 (3.56 亿元)。本周偏股型基金新发行 65.29 亿, 而上周为 51.00 亿。本周北向资金净流出 3.46 亿元, 而上周净流入 143.91 亿元。截至本周收盘, 融资余额为 15165 亿元, 周环比上涨 0.61%, 同比上涨 1.99%, 融券余额为 975 亿元, 周环比上涨 1.24%, 同比上涨 5.08%。

6.2 最新行业比较得分

最新行业比较打分结果显示:

商贸零售、社会服务、传媒等行业得分较高。 商贸零售赔率、景气指数和财务维度得分均较高, 总分 71.55 在所有一级行业中排首位, 传媒凭借较高的市场预期得分获得 71.25 的总分排名第二, 社会服务一季报表现优秀, 故财务得分较高, 获得 67.27 的总分排名第三。

计算机、建筑材料、有色金属总分排在后三位。 计算机赔率、市场预期与财务得分均较低, 总分仅为 30.79 分, 建材景气指数、市场预期与财务得分均较低, 总分为 39.69 分, 有色市场预期与财务得分较低, 总分 39.97 分。(客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序)

图表7:行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
商贸零售	71.55	69.5	68	-	83
传媒	71.25	58	-	85	75
社会服务	67.27	51	-	-	92
通信	67.02	61.5	-	75	67
美容护理	65.09	61	-	69	67
综合	64.17	62.5	-	-	67
非银金融	63.72	75.5	29	70	92
环保	62.64	74	-	60	50
轻工制造	62.21	65	42	100	50
国防军工	61.98	56	-	90	42
交通运输	61.35	58	62	-	67
银行	59.69	73.5	55	-	42
医药生物	59.67	76.5	-	47	50
汽车	57.39	47.5	60	67	58
公用事业	55.47	55	42	-	83
食品饮料	54.86	59.5	36	47	83
农林牧渔	54.41	65.5	51	55	42
煤炭	54.35	71.5	53	10	75
家用电器	54.20	72	30	-	67
建筑装饰	52.73	69	15	87	50
钢铁	51.63	63	51	54	33
纺织服装	51.44	62.5	33	47	67
房地产	51.35	68.5	30	51	58
电力设备	49.35	66.5	42	42	42
机械设备	49.01	62	44	-	33
石油石化	48.06	70	32	29	58
基础化工	41.89	71.5	21	-	25
电子	40.16	58.5	31	50	17
有色金属	39.97	66.5	47	4	25
建筑材料	39.69	71	23	23	33
计算机	30.79	43.5	-	20	25

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

6.3 本周经济要闻:

本周英国 6 月央行基准利率从 4.5% 上调至 5%, 这是 2021 年 12 月以来英国央行连续第 13 次加息。

6 月 22 日美联储理事沃勒表示, 6 月加息与否将取决于数据, 美联储理事鲍曼表示, 通胀水平之高仍令人难以接受, 需要进一步加息以遏制通胀。

6.4 本周重要经济数据

本周多个发达经济体公布 6 月 PMI, 较前值均有下滑。5 月美国已开工新建私人住宅 15.12 万套, 高于前值 12.07 万套; 5 月英国 CPI: 环比 0.70, 低于前值 1.20; 5 月英国核心 CPI: 环比 0.81, 低于前值 1.29; 6 月美国初申请失业金人数 26.40 万人, 低于前值 26.40 万人; 6 月 EIA 商业原油库存环比增减 -3.83 百万桶, 低于前值 7.92 百万桶; 5 月日本核心 CPI: 环比 0.00, 低于前值 0.70; 5 月日本 CPI: 环比 0.10, 低于前值 0.60; 6 月德国制造业 PMI 41.00, 低于前值 43.20; 6 月欧元区制造业 PMI 43.60, 低于前值 44.80; 6 月英国制造业

PMI46.20, 低于前值 47.10; 6 月美国制造业 PMI (季调) 46.30, 低于前值 48.40。

上游资源品: 本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)1920.80 美元/盎司, 低于上周 1957.10 美元/盎司; 阴极铜期货收盘价(活跃合约)68930.00 元/吨, 高于上周 68630.00 元/吨; 铝期货收盘价(活跃合约):18390.00 元/吨, 低于上周 18665.00 元/吨; 中国铜冶炼厂粗炼费(TC)91.00 美元/千吨, 高于上周 90.00 美元/千吨; 中国铜冶炼厂精炼费(RC)9.10 美分/磅, 高于上周 9.00 美分/磅; LME 铜库存 79300.00 吨, 低于上周 90625.00 吨; LME 铝库存 540975.00 吨, 低于上周 564850.00 吨; 英国布伦特原油 (Dtd) 现货价 73.34 美元/桶, 低于上周 75.35 美元/桶; 美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 69.16 美元/桶, 低于上周 71.78 美元/桶。

中游材料: 尿素(小颗粒) 出厂价:2090.00 元/吨, 高于上周 2010.00 元/吨; 华东地区 PTA 市场均价 5619.60 元/吨, 低于上周 5629.80 元/吨; 螺纹钢:主要钢厂开工率 47.21%, 高于上周 45.25%; 钢材社会库存合计 989.00 万吨, 低于上周 1031.00 万吨; 螺纹钢现货价 3959.00 元/吨, 高于上周 3915.00 元/吨; 铁矿石综合价格指数 908.42 元/吨, 高于上周 905.63 元/吨; 华东平均价 453.00 元/吨, 低于上周 460.00 元/吨; 南华玻璃指数 1858.39 点, 低于上周 1987.62 点; PVC 价格指数 5635.00 点, 低于上周 5650.00 点。

中游制造: 光伏行业综合价格指数(SPI):多晶硅 48.30 点, 低于上周 60.68 点。

必需消费: 豆粕市场价 3849.90 元/吨, 高于上周 3793.10 元/吨; 生猪市场价 14.30 元/千克, 高于上周 14.30 元/千克; 生猪饲料平均价 3.43 元/公斤, 高于上周 3.42 元/公斤。

6.5 下周重点关注:

6 月 26 日德国公布 6 月 IFO 景气指数;

6 月 27 日美国公布 5 月新房销售;

6 月 29 日美国公布第一季度 GDP (终值): 环比折年率;

6 月 30 日中国公布 6 月官方制造业 PMI; 德国公布 5 月失业率; 英国公布第一季度 GDP (初值, 季调, 同比); 欧盟公布 5 月失业率; 美国公布 5 月个人消费支出、核心 PCE 物价指数、5 月人均可支配收入。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
 网址：<https://www.foundersc.com>
 E-mail：yjzx@foundersc.com