

产能周期下的嬗变

——2023下半年宏观经济展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

张璐 投资咨询资格编号：S1060522100001

常艺馨 投资咨询资格编号：S1060522080003

范城恺 投资咨询资格编号：S1060523010001

2023年6月14日

核心观点

- ◆ **经济：产能过剩的隐忧。** 下半年中国经济复苏的环比动能面临走弱：1) 工业进入“去产能、去库存”下行周期；2) 经济旧动能减速对原材料行业冲击加大；3) 出口从传统国向“一带一路”迁移，对中游制造和劳动密集型产品的拉动可能相对下降；4) 外围科技封锁对高技术产业的冲击显化；5) 服务业和消费增长的基础有待夯实。**低通胀也是经济供求失衡的体现：**1) 上半年CPI走低是需求不足与短期扰动共振的结果；2) PPI的波动来源主要集中在几大原材料行业，对房地产和基建的敏感性强；3) 今年以来PPI下行向CPI的传导效率明显提升，体现了消费需求偏弱的问题。
- ◆ **政策：增量和加码可期。** **财政政策加码的可能步骤：**二季度推动加快地方专项债发行；三季度推出新一批政策性金融工具，其规模主要取决于土地出让收入的恢复情况；同时继续加快“十四五”重大项目建设，基建的实物工作量有望得到保障。**货币政策有必要继续推动降成本：**上半年存款利率市场化改革推进，已为政策利率调降打下基础，下半年降息成为“可选项”；降准在MLF到期高峰期出现的可能性更大；“稳信用”斜率相对有限，全年社融增速可能运行于10%+0.5%的区间。
- ◆ **海外：货币政策过渡期。** 美国经济、就业、通胀的降温趋势已基本确立，且金融风险冒头，美联储接近加息终点；但就业和通胀降温速度较慢，美联储可能维持“充分限制性”利率水平直到今年底或明年初。**历次美国利率“平台期”的资产表现：**美国股债双牛，A股和港股表现积极，美元指数在临近降息时承压。在此背景下，我国货币政策宽松的约束有望下降。
- ◆ **市场：人民币破七无妨。** **A股市场结构性行情可期，**数字经济和半导体板块表现可能优于“中特估”；**国债利率震荡格局有望被打破，**十年国债利率可能阶段性下行至2.6%左右；**人民币汇率有望在震荡中回升，**主要契机包括：政策加码带动中国经济复苏预期向好，美元指数运行中枢回落，地缘政治不确定性下降。
- ◆ **风险提示：**国内货币和财政政策力度不及预期，海外经济金融环境超预期恶化，国际地缘风险超预期等。



产业报告库

星主: 白雪歌

产业分析报告 行业分析报告
金融经济评论 加入就每天看

 知识星球

微信扫描预览星球详情



寻找更多报告文件就来这里吧

金融、投行、投资、炒股、做生意、做产业研究都需要



目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

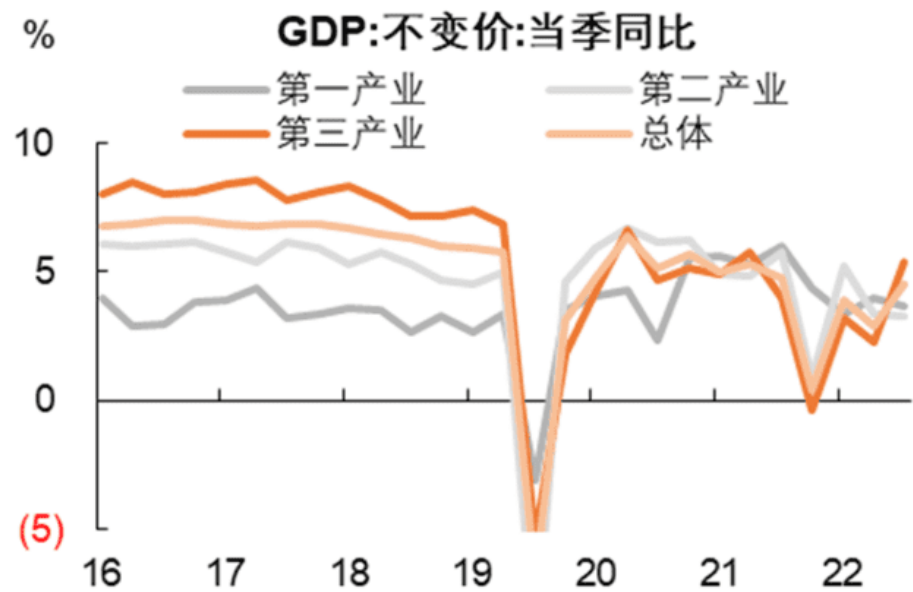
2023年中国经济数据预测

单位：%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Y
GDP（当季同比）	4.8	0.4	3.9	2.9	3.0	4.5	7.0	4.0	4.6	5.0
工业增加值（当季同比）	6.5	0.6	4.8	2.8	3.6	3.0	5.8	4.2	4.5	4.5
固定资产投资（累计同比）	9.3	6.1	5.9	5.1	5.1	5.1	1.8	3	4.5	4.5
——房地产	0.7	-5.4	-8.0	-10.0	-10.0	-5.1	-7.6	-5.3	-2.5	-2.5
——基建	10.5	9.3	11.2	11.5	11.5	10.8	1.2	3.8	6.5	6.5
——制造业	15.6	10.4	10.1	9.1	9.1	7.0	3.6	3.8	4.3	4.3
社会消费品零售总额（当季同比）	3.3	-4.6	3.5	-2.7	-0.2	5.8	10.4	4.1	7.3	6.9
出口（当季同比）	15.8	12.4	10.2	-6.6	7.0	0.5	-4.6	-8.9	3.7	-2.5
进口（当季同比）	9.6	1.4	0.8	-6.6	1.1	-7.0	-5.0	0.2	2.7	-2.3
CPI（当季同比）	1.1	2.2	2.7	1.8	2.0	1.3	0.2	0.7	1.6	1.0
PPI（当季同比）	8.7	6.8	2.5	-1.1	4.1	-1.6	-4.3	-2.4	-1.9	-2.6
社会融资规模（存量同比）	10.6	10.9	10.6	9.6	9.6	10.0	9.5	9.7	10.3	10.3
M2（存量同比）	9.7	11.4	12.1	11.8	11.8	12.7	11.8	10.6	9.8	9.8

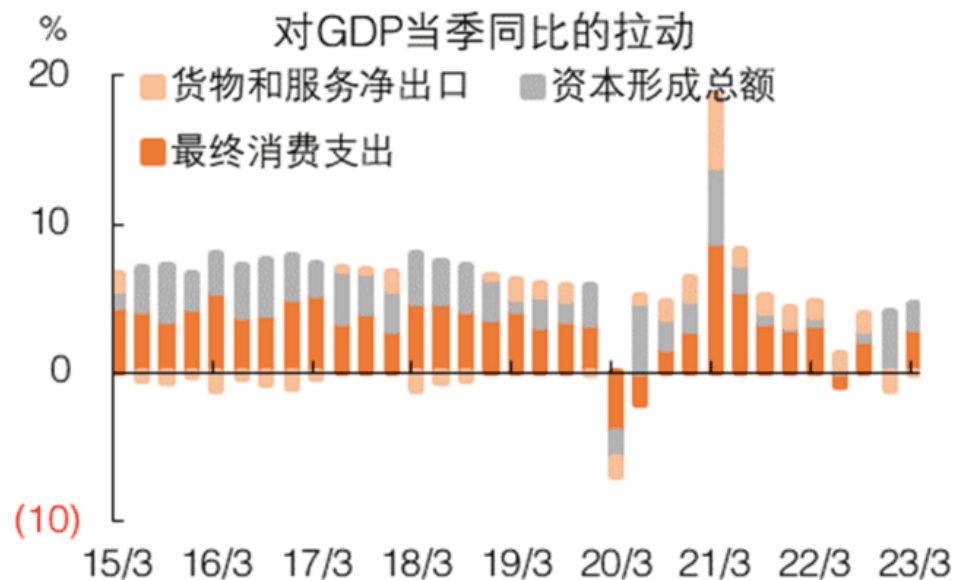
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 2023年一季度中国GDP交出4.5%的超预期答卷，其中第三产业加速增长，消费增长显著恢复，对GDP的带动作用突出。

◎ 2023年一季度第三产业带动GDP增速上行



◎ 2023年一季度消费对GDP的贡献显著回升



1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

第三产业加速增长，主要受三方面因素驱动



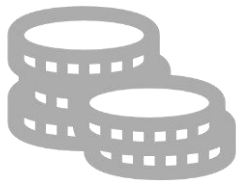
1、接触性、聚集型服务业补偿性增长

防疫政策放开后，居民外出就餐、旅游出行明显增多。住宿和餐饮业一季度增加值同比增长13.6%；批发和零售业一季度增加值同比增长5.5%，比去年四季度快5.2个百分点



2、交通运输业增长加快

得益于人流物流恢复，交通运输、仓储和邮政业一季度增加值同比增长4.8%，比去年四季度的-3.9%也有明显恢复。



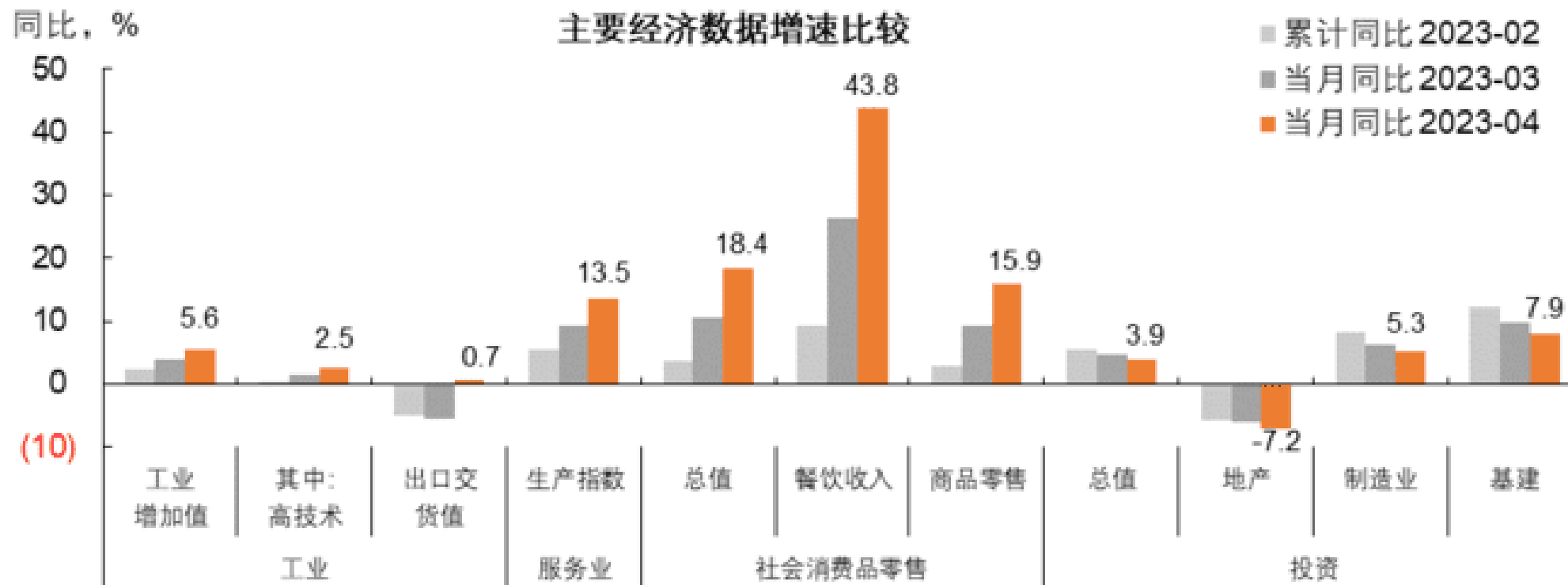
3、数字经济带动作用显著增强

信息传输、软件和信息技术服务业一季度增加值同比增长11.2%。平台经济监管态度逐步明晰，ChatGPT掀起数字经济投资热潮，AI应用空间打开，一季度高技术服务业的产值和投资均显著抬升。

1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

➤ 但工业增长呈现乏力迹象，房地产投资持续收缩仍显著拖累总需求。

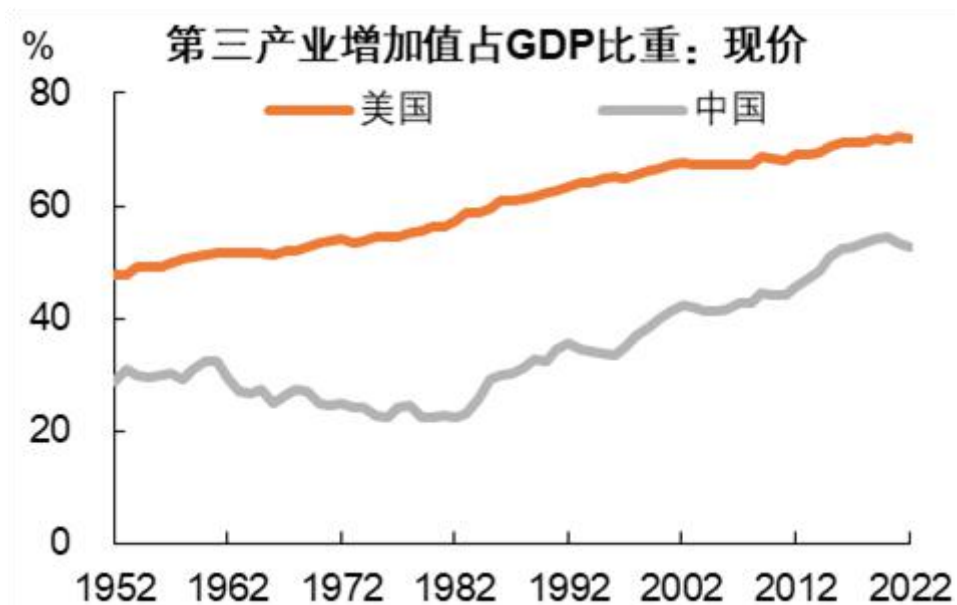
◎ 2023年中国主要经济增长数据比较



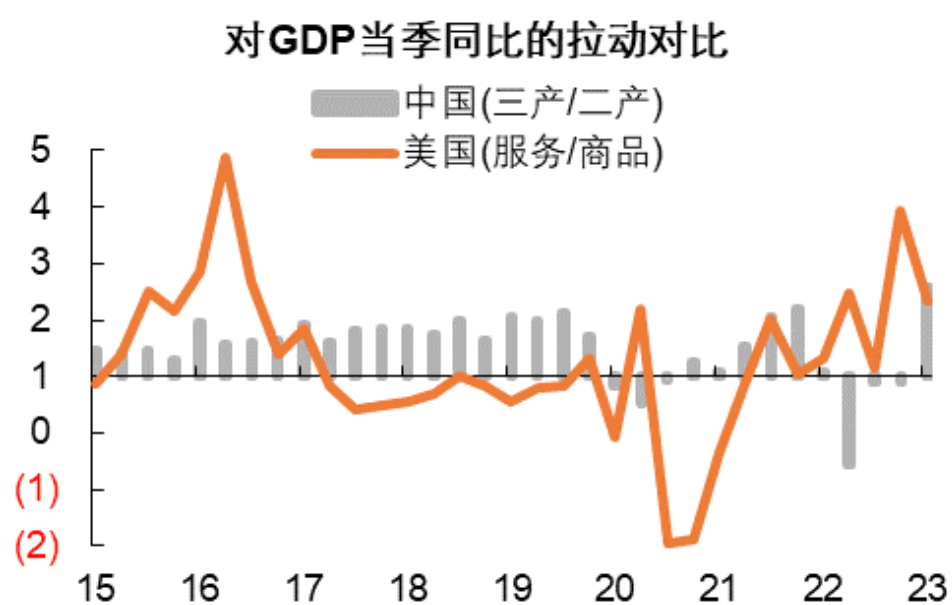
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 今年上半年资本市场面临的一个主要预期差：美国经济韧性超预期，而中国经济复苏不及预期。这是因为：
 - 一方面，服务业对中国经济的拉动效果或不及美国。不同于美国服务业对经济景气的较强支撑能力，中国服务业在经济中占比较低。

◎ 2022年第三产业在美国、中国GDP中占比分别为71.8%、52.8%



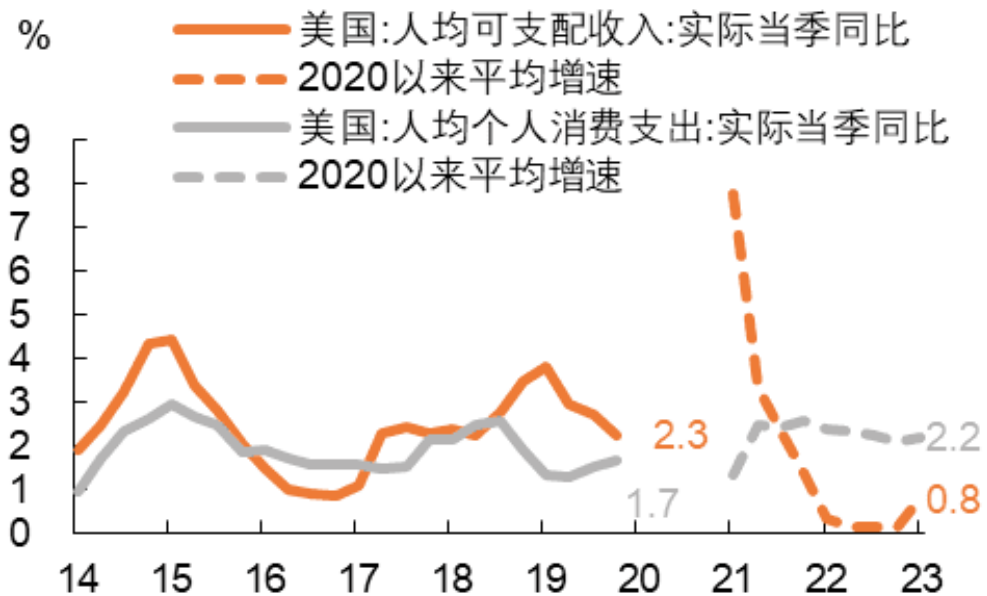
◎ 2021年三季度以来服务业成为拉动美国经济的主要力量



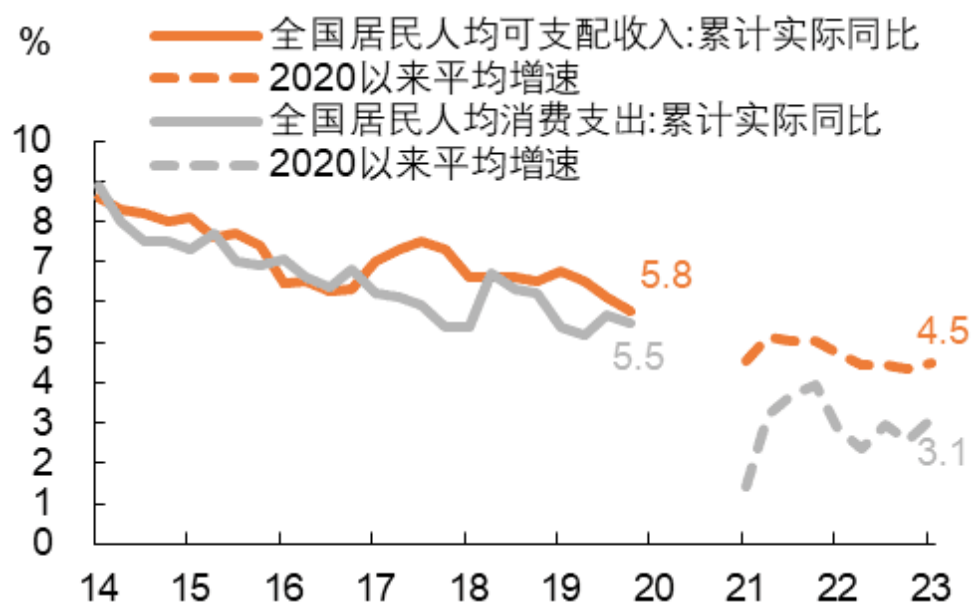
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 另一方面，中国消费恢复性增长的持续性和高度更加受限。疫情以来，在政府大举补贴居民收入下，美国家庭形成了大规模“超额储蓄”，支撑了居民消费支出比疫情前更快增长。而中国在收入增速持续下滑的情况下，居民消费支出增速以更大幅度下滑，有更多“预防性储蓄”成分在里面。

◎ 美国“超额储蓄”支撑消费持续较快增长



◎ 中国消费支出增速以更大幅度下滑

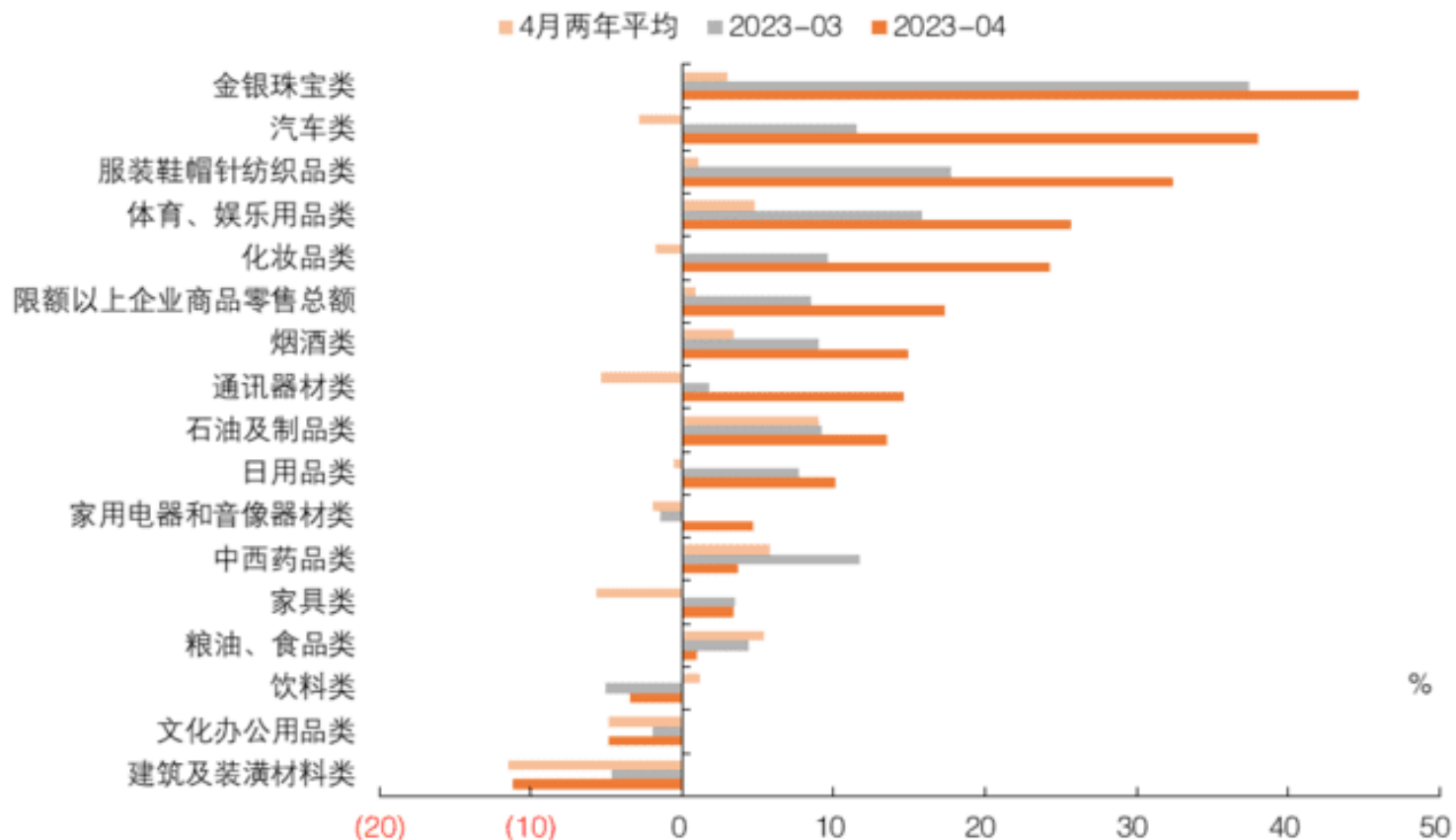


1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 当前消费复苏仍有很大疫后修复的成分，且房地产后周期、通讯器材、汽车等大件消费仍然疲软，消费增长的动能还需进一步夯实。

2023年4月限额以上商品零售情况

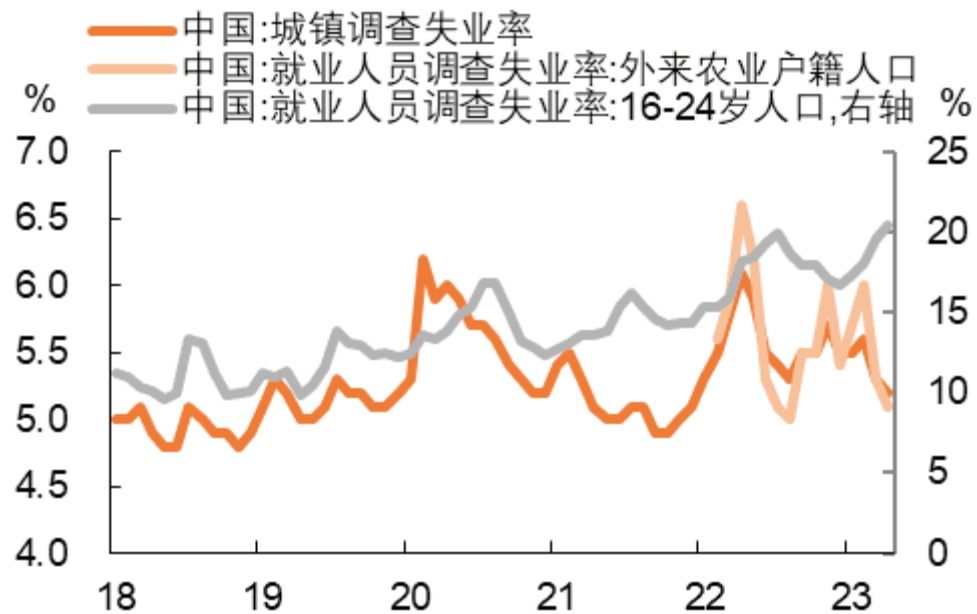
限额以上企业商品零售总额，当月同比



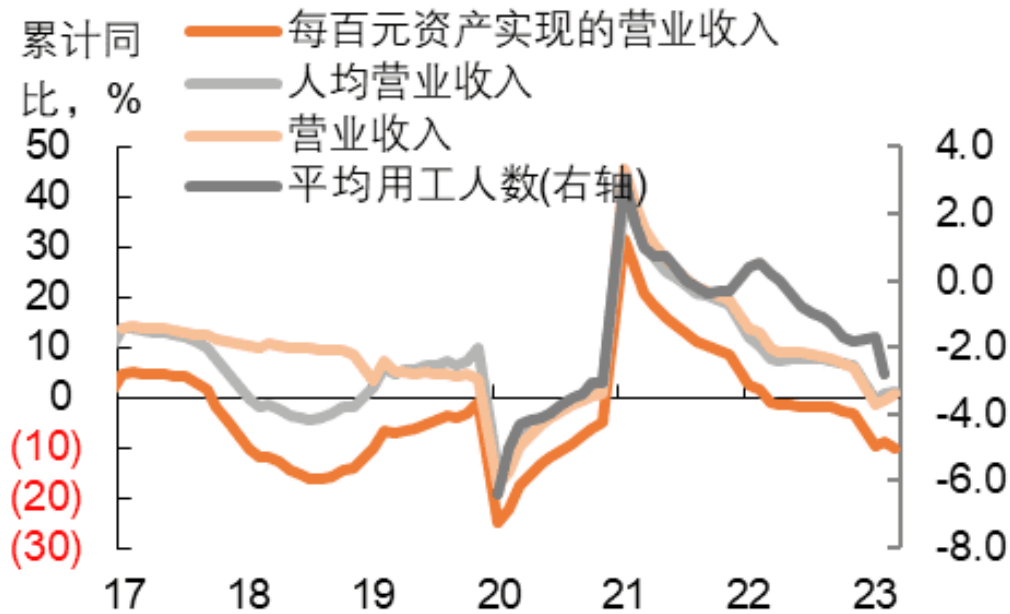
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 今年上半年就业形势整体显著改善，但结构上“冷热不均”。
 - 其一，青年仍是就业的薄弱环节。其就业困难对家庭消费的影响不容忽视。
 - 其二，农民工是城镇调查失业率走低的重要拉动力量。但农民工就业的收入效应尚不显著。
 - 其三，工业企业可能有通过减员控制成本的倾向。去年6月以来，工业企业的平均用工人数持续负增长，且3月跌幅猛然扩大至-2.8%。

◎ 青年就业仍是薄弱环节



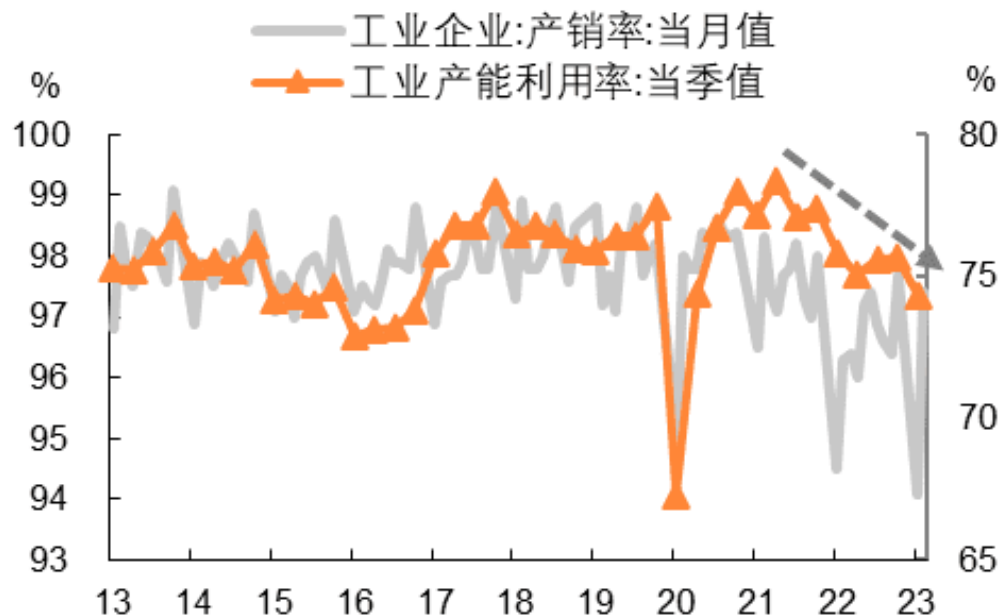
◎ 工业企业可能有通过减员控制成本的倾向



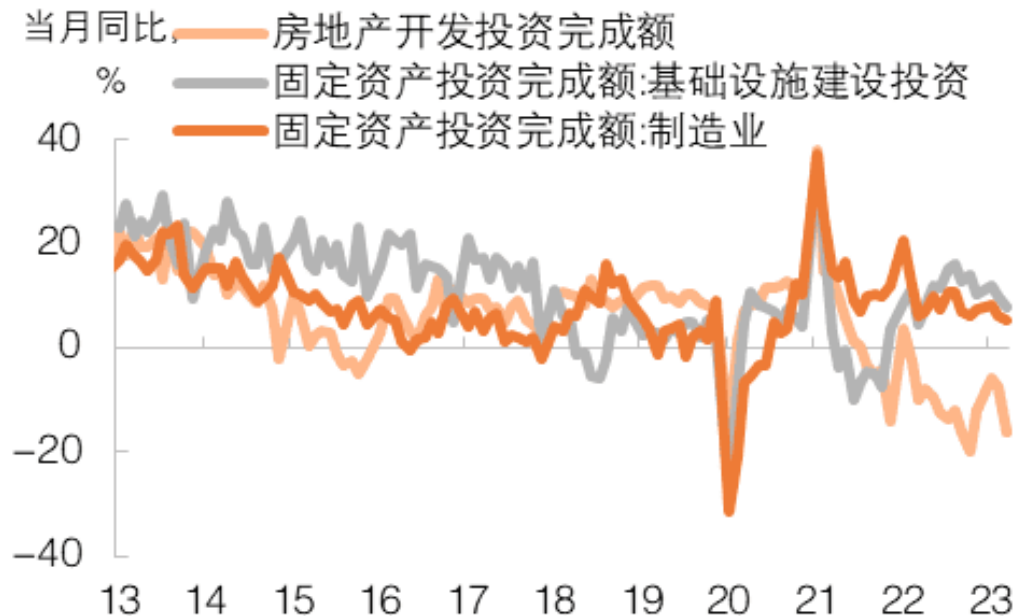
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 1、工业产能利用率下降，库存增速水平高企，指向“去产能、去库存”的不利组合。
- 在“十四五”规划提出“保持制造业比重基本稳定”的政策基调下，2021年以来我国制造业投资一直保持较高增速，导致目前产能过剩的隐忧开始呈现。

◎ 2021年下半年以来工业产能利用率走低



◎ 2021年以来制造业投资保持较高增速



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 工业企业库存水平较高，去库存进程可能至少持续到今年四季度到明年一季度，对工业生产亦有负面影响。

◎ 剔除价格因素的工业企业库存仍较快增长



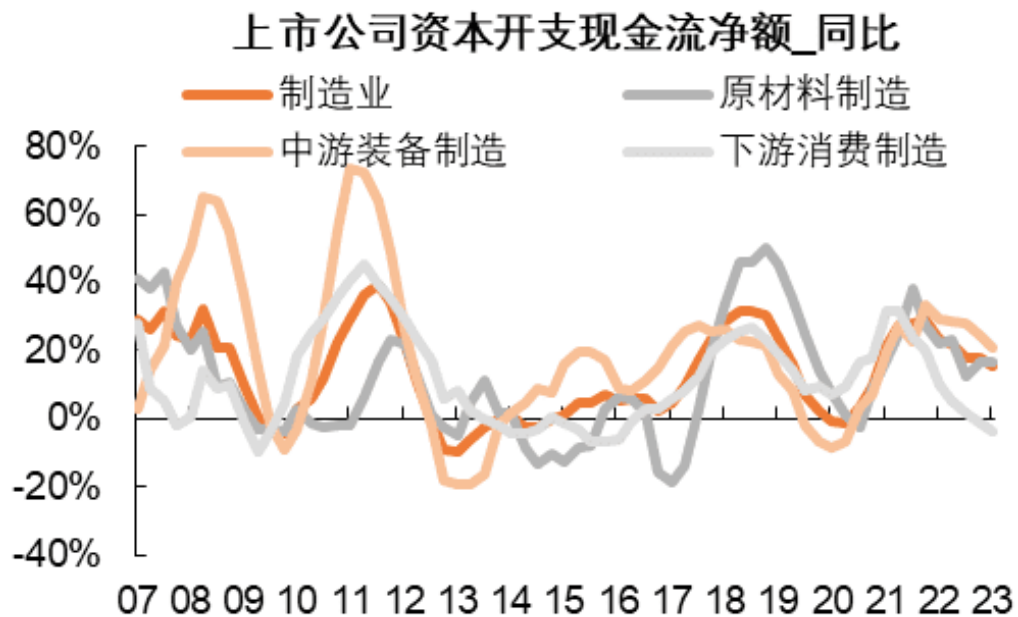
◎ 工业产成品周转天数亦有提升



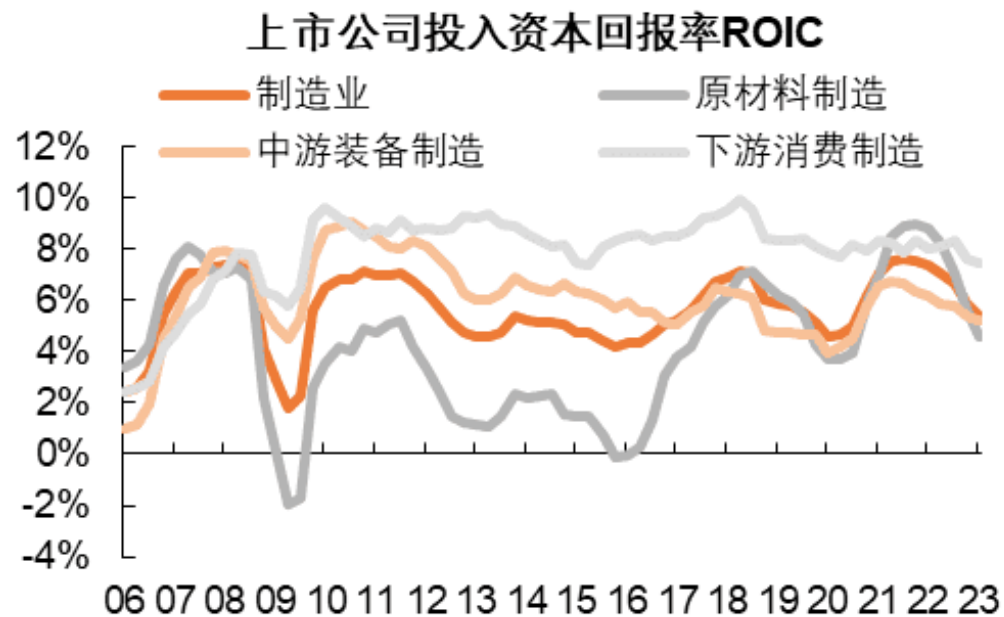
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 制造业上市公司资本开支增速于**2021年四季度**见顶，**2022年**开始进入“去产能”周期。目前下游消费制造业去产能较充分，但中游装备制造的去产能进程或被拉长（在建设现代化产业体系的政策支持下），上游原材料制造仍有向下空间。
- 投资回报率持续下行情况下，支持制造业投资需要更大政策强度。

◎ 2022年制造业产能周期开始向下



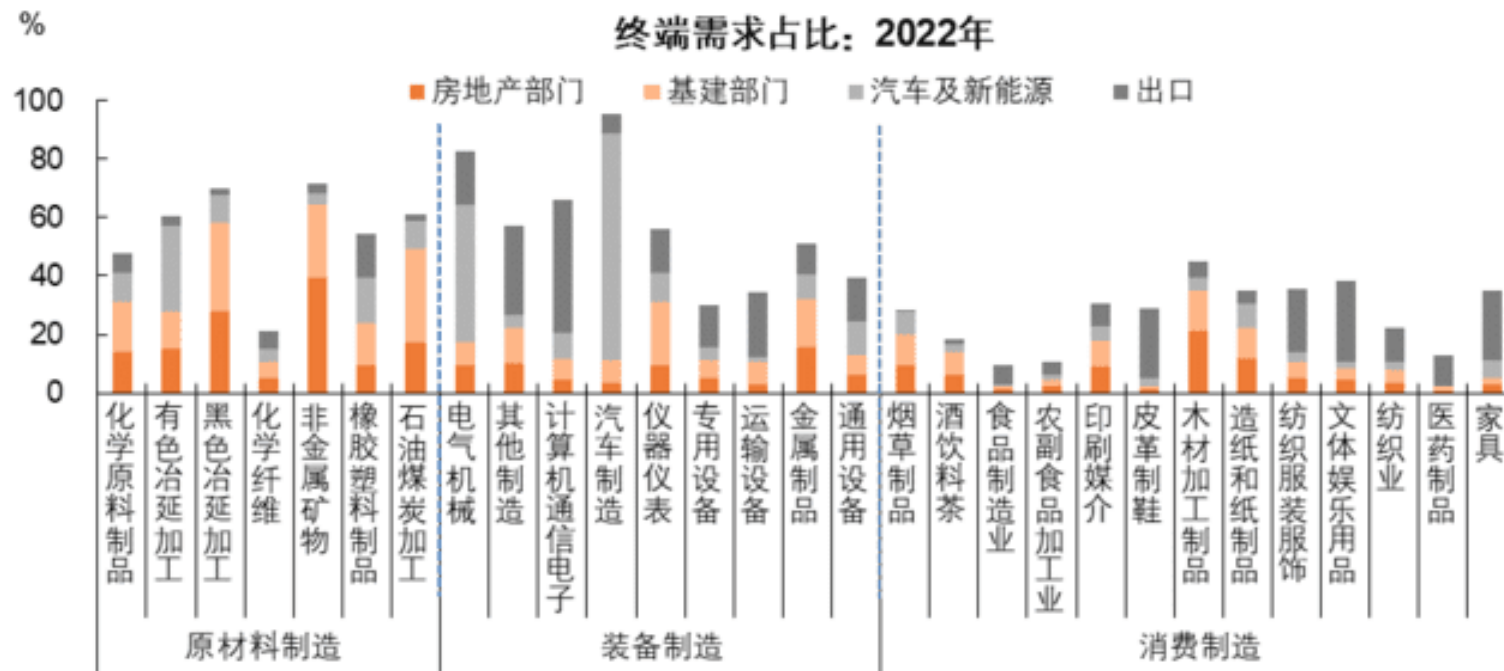
◎ 制造业投资回报率持续走低



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 2、房地产与基建的“此消彼长”不够充分，对原材料行业冲击加大。
- 2022年房地产对原材料行业的拖累已经较大、2023年基建投资走弱迹象带来原材料行业更浓的减产预期，也是近期大宗商品价格大幅调整的原因。

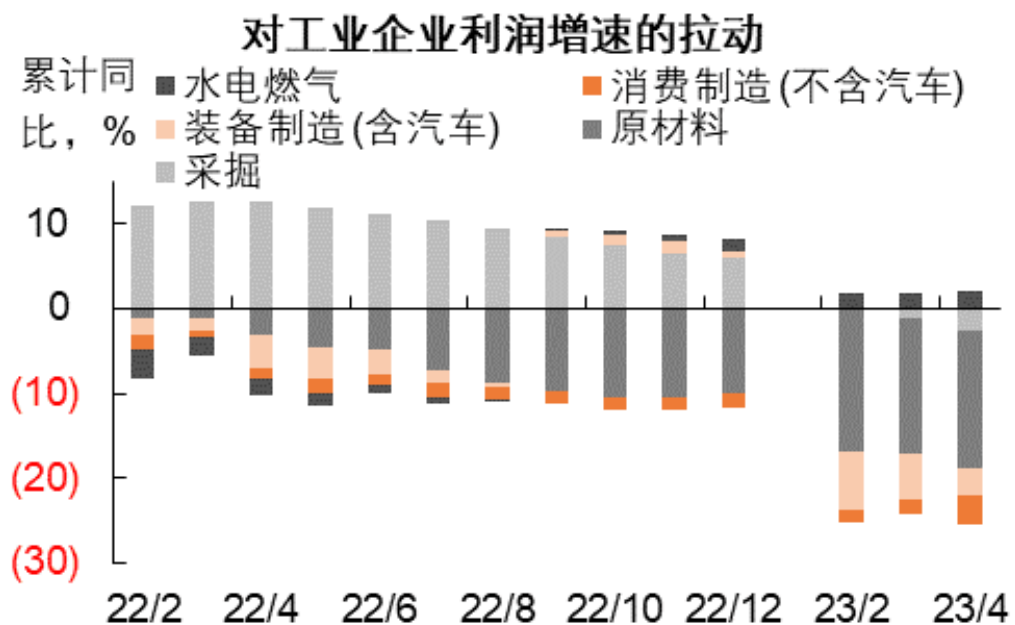
◎ 我国制造业各行业的终端需求依赖拆分



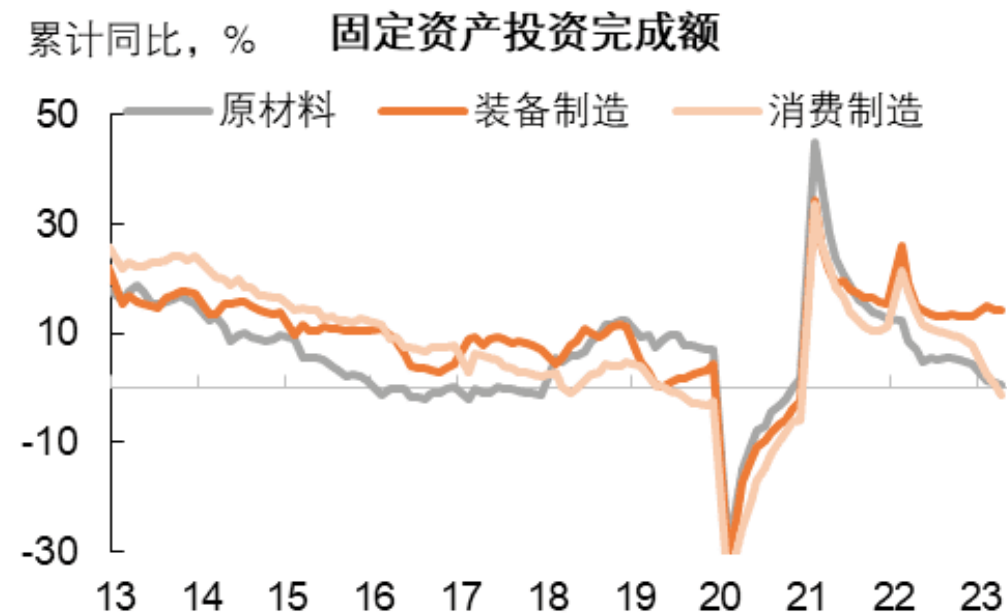
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 由于房地产投资的下滑，2022年原材料行业就成为工业企业利润最大的拖累项，原材料行业的固定资产投资也率先减速。2023年上半年原材料行业的利润加速下滑，其固定资产投资前景或不容乐观。

◎ 原材料行业对工业企业利润的拖累最大



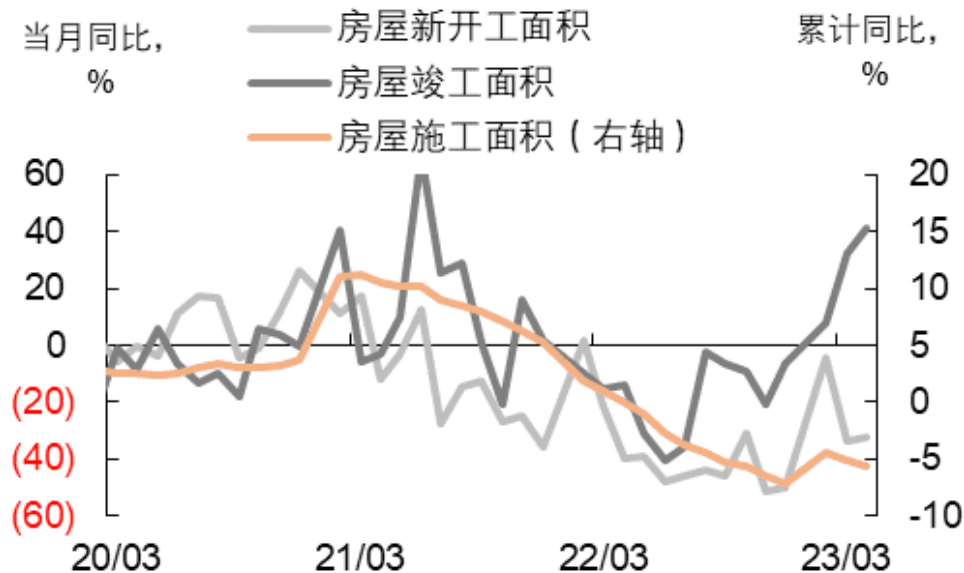
◎ 装备制造业在制造业投资中表现“一枝独秀”



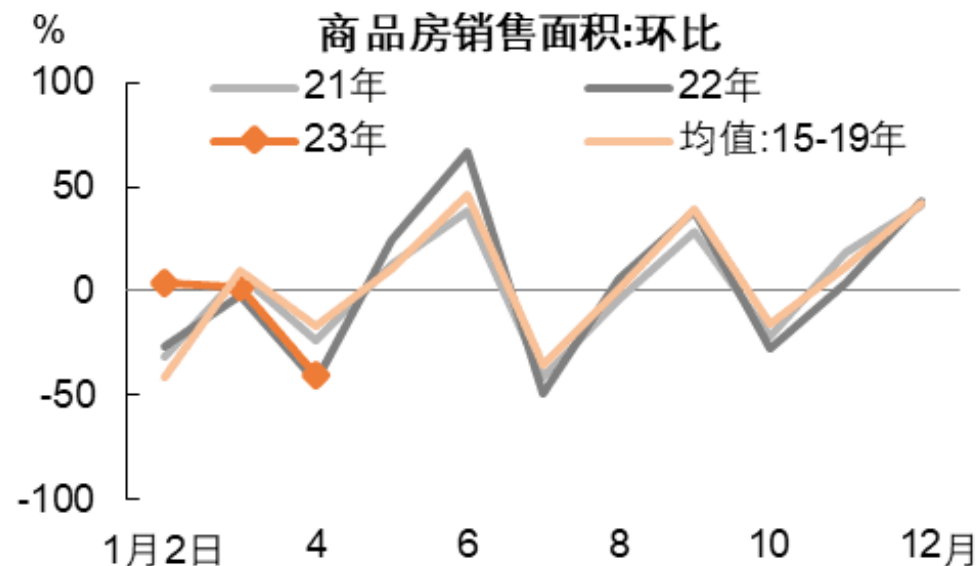
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 当前房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，房企新开工意愿依然不强。这集中体现在房屋竣工面积增速不断攀升，但房屋新开工和施工面积增速仍然低迷。
- 房地产销售尚未得到根本改善，4月商品房销售面积环比仅与去年同期水平相当。

◎ 4月房地产竣工面积增速进一步抬升



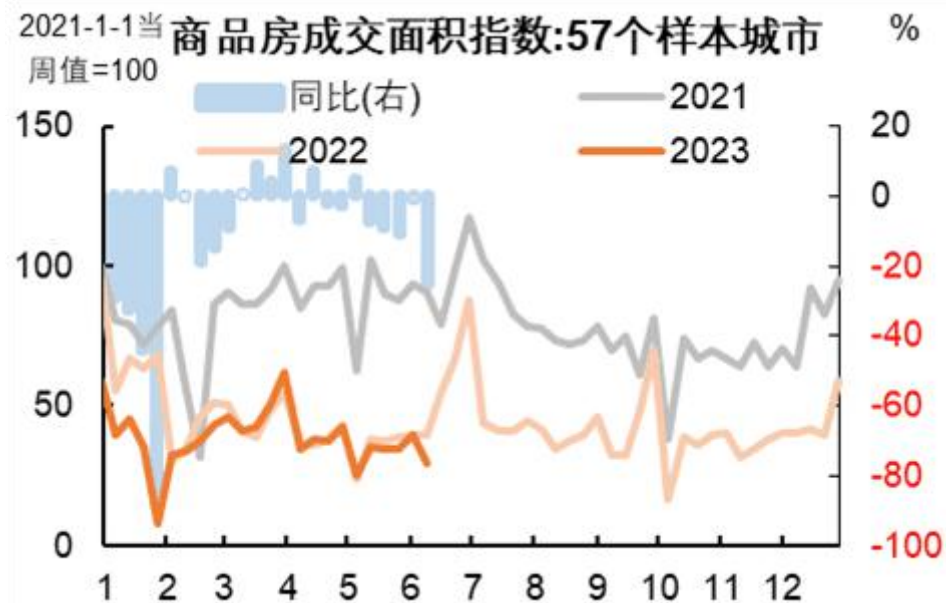
◎ 4月房地产销售环比与去年同期相当



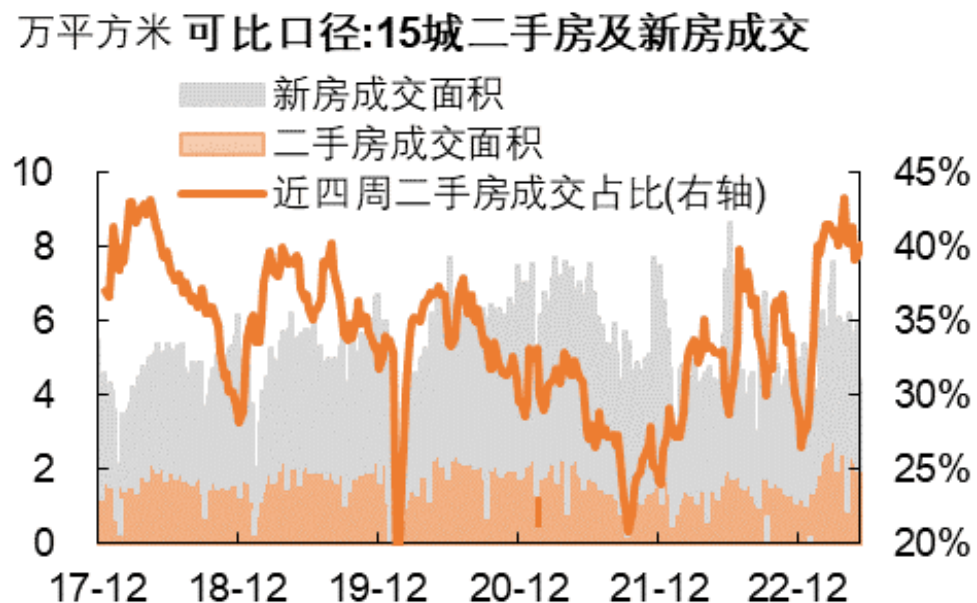
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 从高频数据来看，5月样本城市新房销售有所走弱，前期表现优异的二手房销售更快转弱。
- 今年以来二手房成交占比提升，房地产销售对新房库存去化和开发商新开工意愿的拉动不及此前。

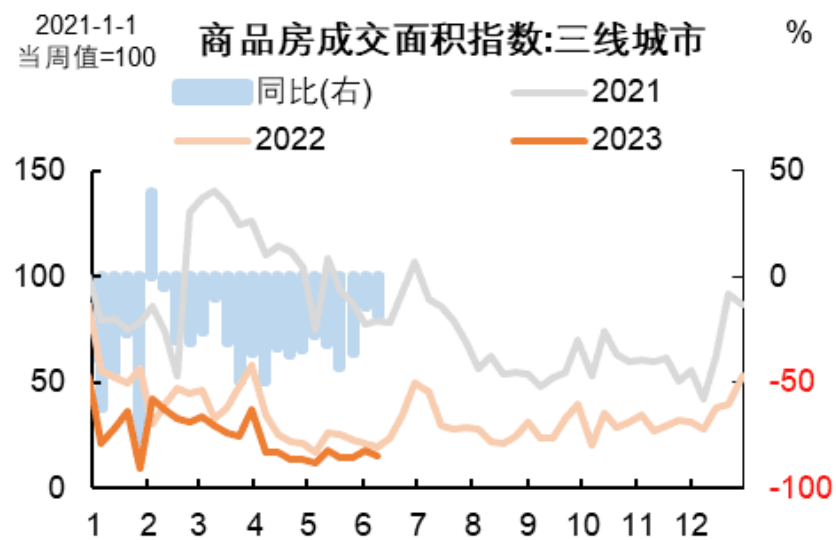
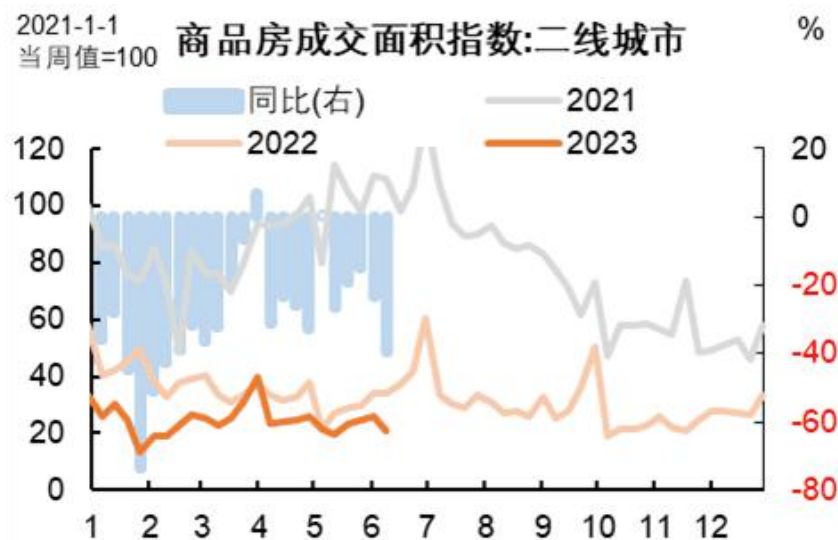
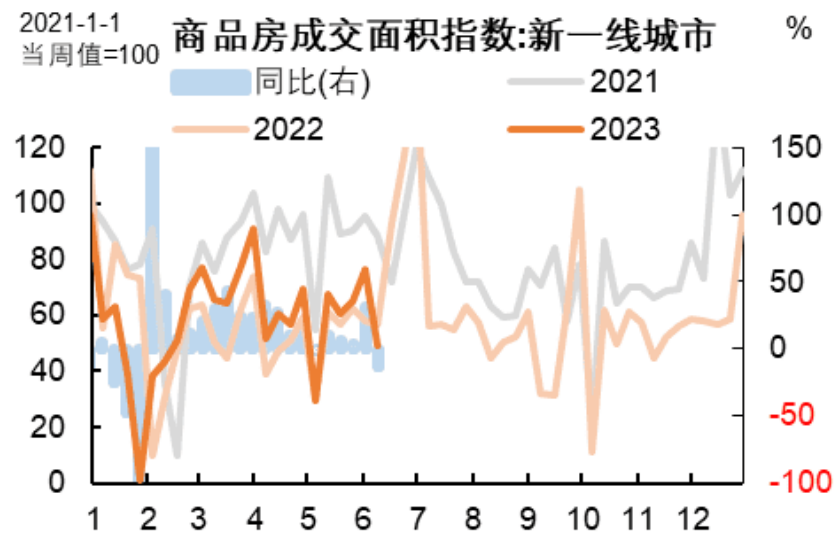
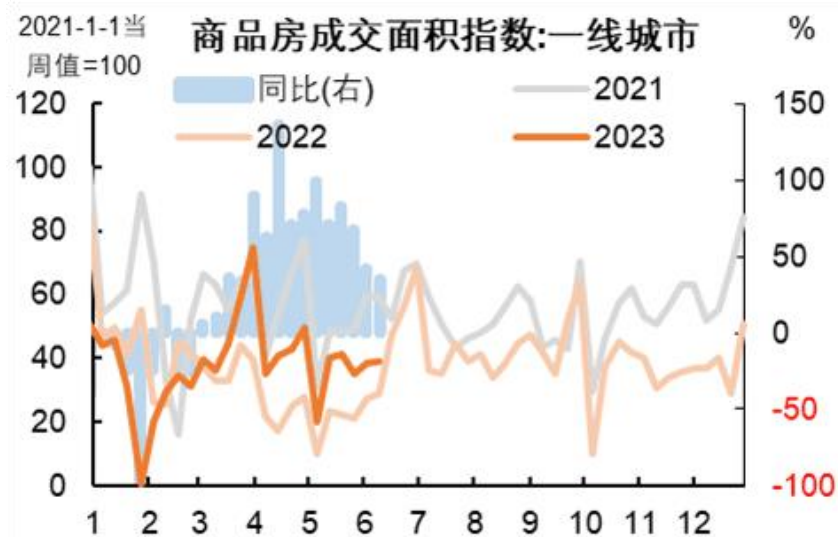
① 我们统计的57个样本城市房地产销售好转有限



② 二手房成交占比提升



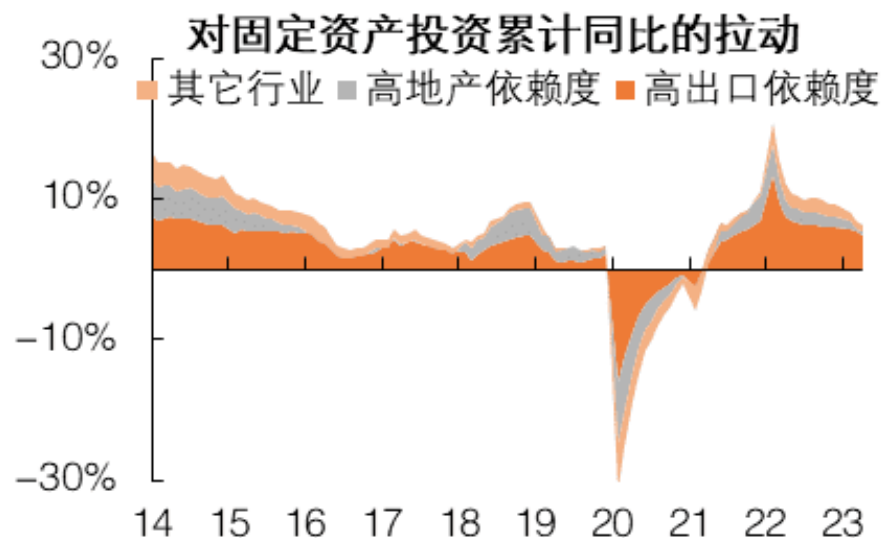
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧



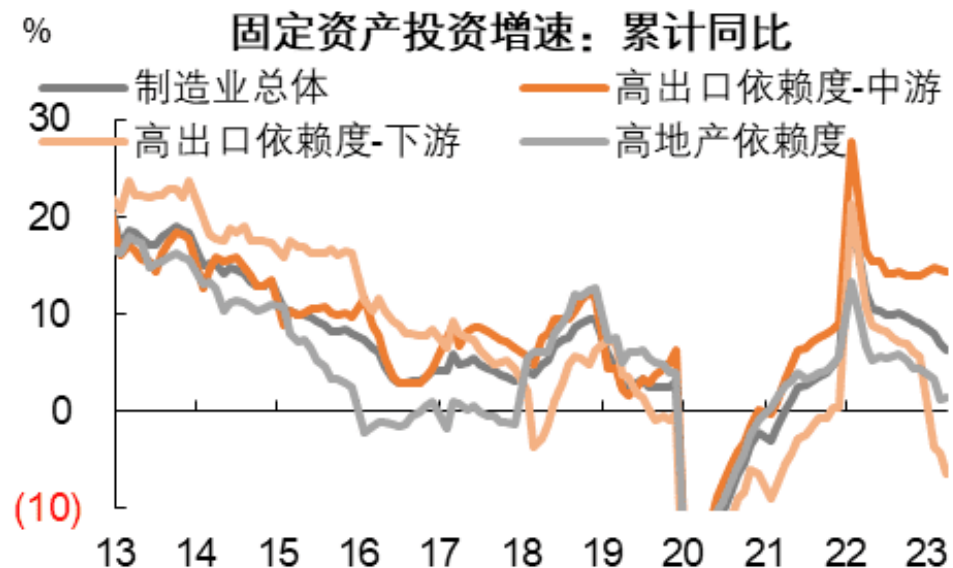
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 3、出口从传统国家向“一带一路”迁移，对中游制造和劳动密集型产品的拉动可能相对下降。
- 高出口依赖度行业对2020-2021年、2022年、今年1-4月制造业投资的贡献分别达到61%、65%、76%。
- 但今年以来高出口依赖的下游劳动密集型行业，其固定资产投资增速下滑。

◎ 今年以来高出口依赖度行业对制造业投资的贡献进一步提升



◎ 今年以来高出口依赖的劳动密集型行业投资增速下滑



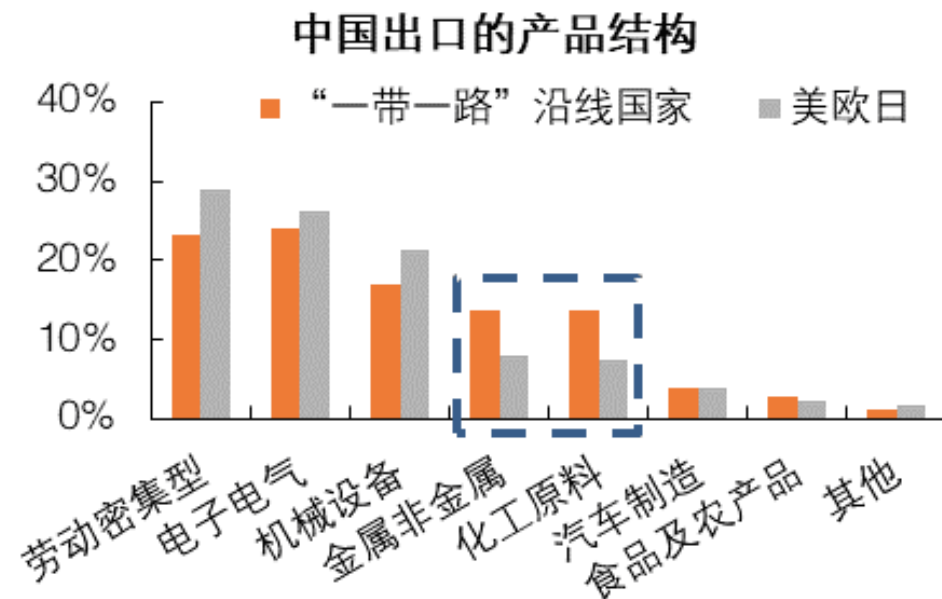
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 2022年5月以来，中国出口的拉动力量开始从传统上的美欧日向“一带一路”沿线国家转移。1-4月以人民币计价的出口同比增长10.6%，其中“一带一路”沿线国家的拉动达到8.2个百分点。
- 相比于传统国来说，中国向“一带一路”沿线国家出口的工业原材料占比相对较高，而中游制造和劳动密集型产品的比例相对较低，从而出口拉动国别的转换可能存在一定的“结构效应”。

◎ 出口从传统国向“一带一路”沿线国家迁移



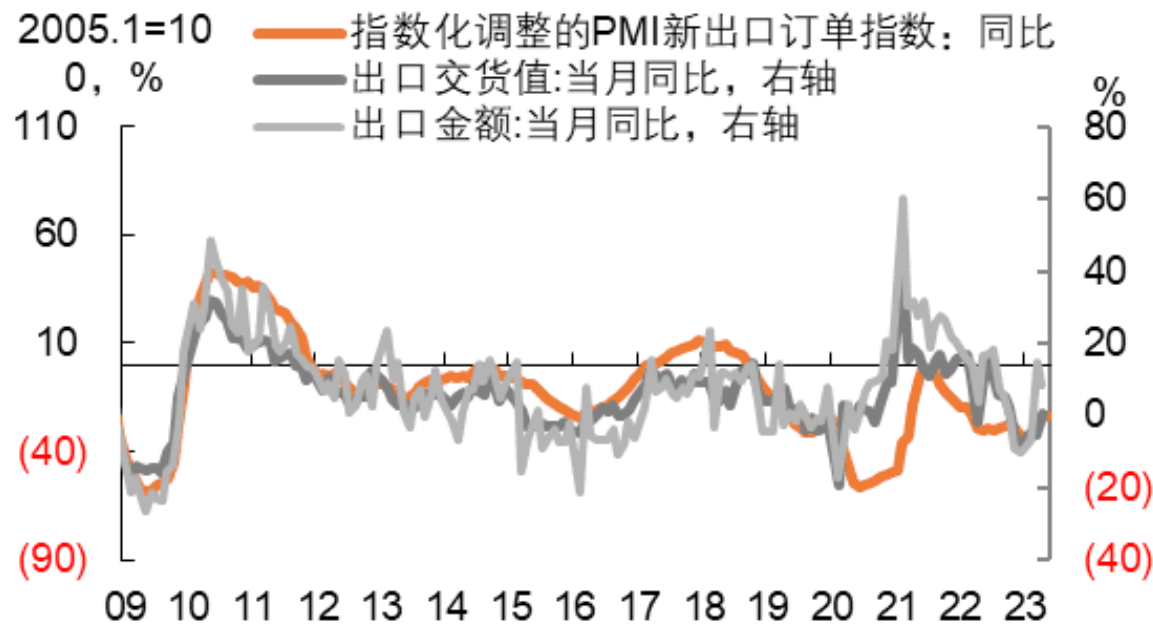
◎ 中国向“一带一路”出口的原材料占比更高



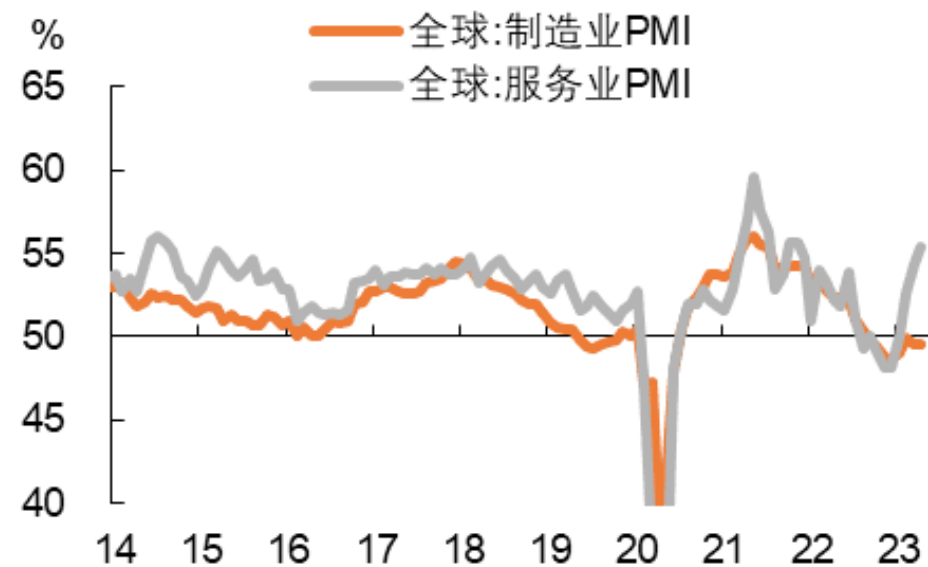
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

➤ 在全球经济呈现“制造业衰退、服务业扩张”的情况下，对中国出口增长的向上弹性仍需保持谨慎。

◎ 从出口交货值和PMI出口订单指数表现来看，出口增速进一步向上的弹性或许不大



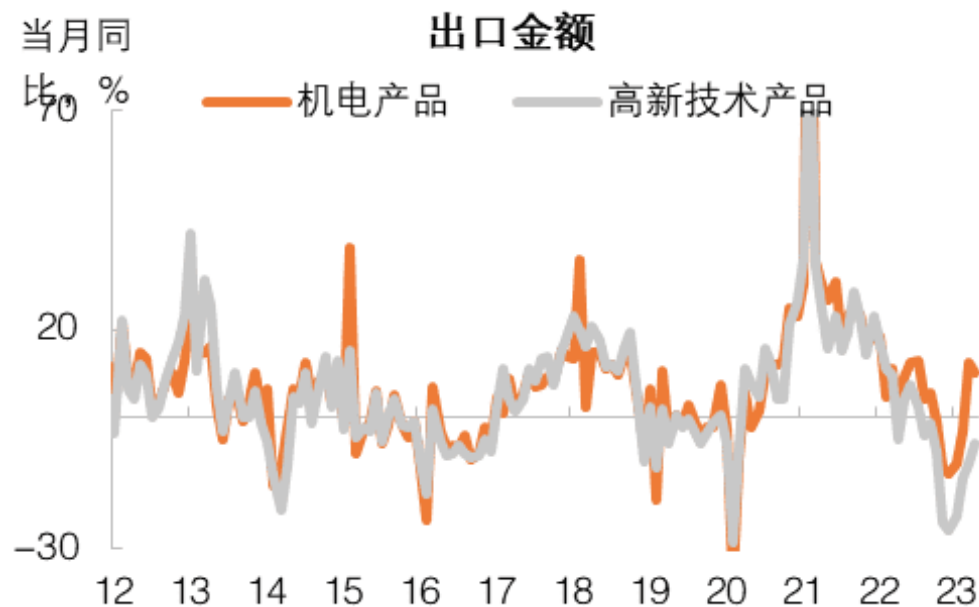
◎ 全球制造业景气低迷情况下，中国制造业增长缺乏共振条件



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 4、外围科技封锁形势收紧，对我国高技术产业的冲击显化。
- 今年机电产品出口高增长vs高新技术产品出口负增长形成反差，二者从去年6月开始产生系统性差异。高新技术产品出口的收缩与进口的收缩相联系，外围环境对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响值得警惕。
- 今年以来高技术制造业生产增速开始低于整体，固定资产投资增速也呈下滑。

◎ 机电产品出口高增长vs高新技术产品出口收缩



◎ 高技术制造业的生产投资均呈下滑



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

➤ 2023年稳定制造业投资需寻求并扩大支撑因素。

制造业技术改造和新动能行业具备投资潜力

- 尤其是绿色低碳、智能制造、自主可控及汽车产业链等。2022年，制造业技术改造投资增长8.4%，在制造业投资中的占比达40.6%。
- 二十大报告指出“实施产业基础再造工程……推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”指明了制造业技术改造的重点方向。

释放可选消费及线下服务业行业延后投资需求

- 疫情防控放开后需求较快恢复，有助于释放文教、工美、体育和娱乐用品制造业、纺织业、纺织服装、皮革制鞋等制造行业的投资需求。

用实际行动改善预期，提振民间投资信心

- 考虑集中推出一批绿灯投资案例，打击反面典型，让企业产生政策稳定预期，提振投资意愿。

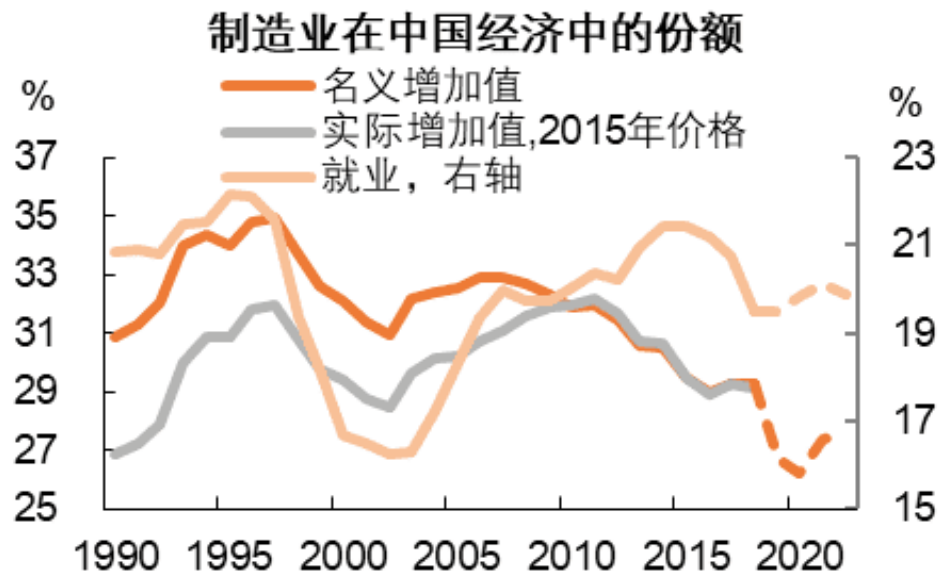
财政、货币及产业政策“续力”支持

- 我们测算，2022年各项政策发力对制造业投资的拉动约4-5个百分点。
- 第20届中央财经委第一次会议以研究加快建设现代化产业体系和人口高质量发展为主题，“把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来”，2023年进一步的货币财政支持可期。

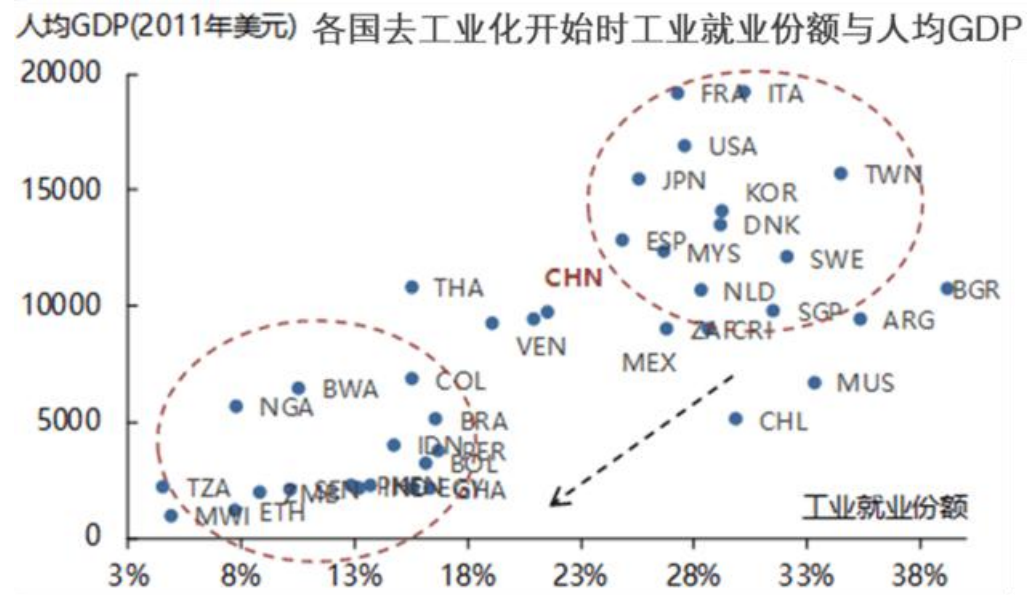
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 中长期来看，稳定制造业占比仍需坚持努力。制造业作为可贸易部门，其发展有利于同时充分利用内需和外需，是打造“双循环”的有力抓手。2021年以来制造业在中国经济中的份额已有所回升。

- ◎ 中国实际工业增加值中制造业份额从2012年即已回落，彼时人均GDP刚突破1万美元



- ◎ 部分后发国家去工业化的节点提前

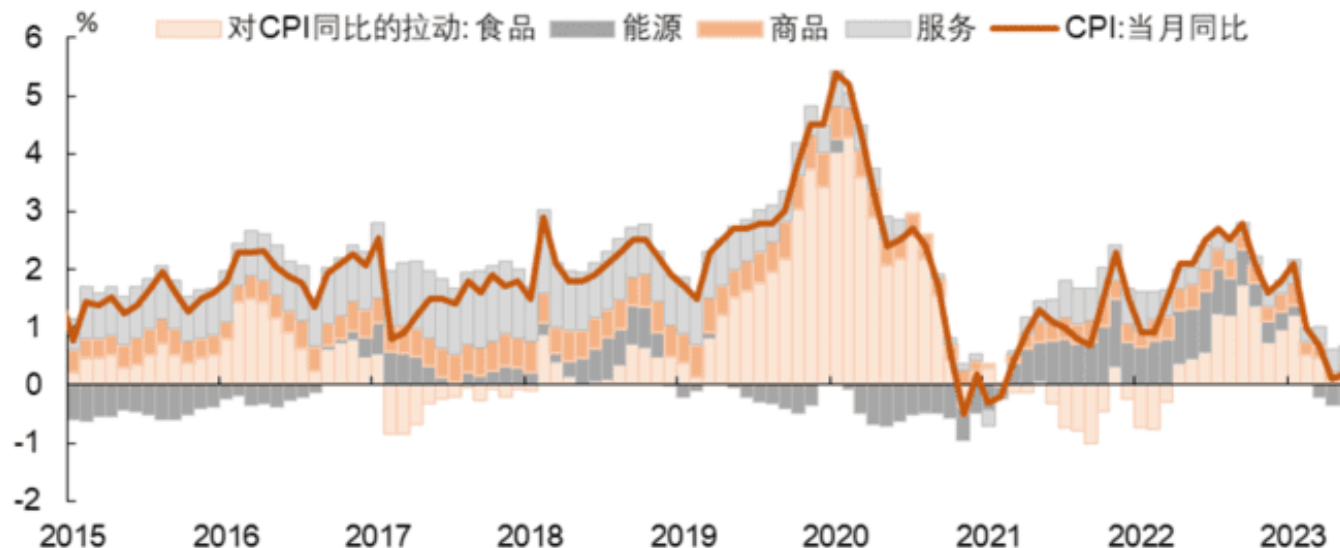


1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 2023年上半年CPI走低：需求不足与短期扰动共振

- 海外和暂时性因素对CPI增速的扰动较强。去年上半年俄乌冲突升级，国际能源、粮食等大宗商品价格飙升，今年海外大宗商品价格同比读数较快下行。1) 5月能源分项拖累CPI增速0.36个百分点，去年为月均拉动0.7个百分点；2) 5月食品分项对CPI增速的拉动为0.2个百分点，去年为月均拉动0.56个百分点。
- 居民大件消费需求偏弱，而企业成本压力趋缓，以汽车为代表的工业消费品更大力度降价促销。除能源以外的工业消费品对CPI增速的拉动，从去年的0.33个百分点降至2023年5月的0.11个百分点。

◎ CPI同比增速分解



1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 服务价格存在一定程度的上行。

- 一方面，以旅游为代表的接触性服务业需求恢复，带动价格中枢上移。
- 另一方面，房地产市场“筑底”，居住服务CPI的跌幅未进一步走阔。

◎ 2023年以来，CPI中服务价格企稳回升



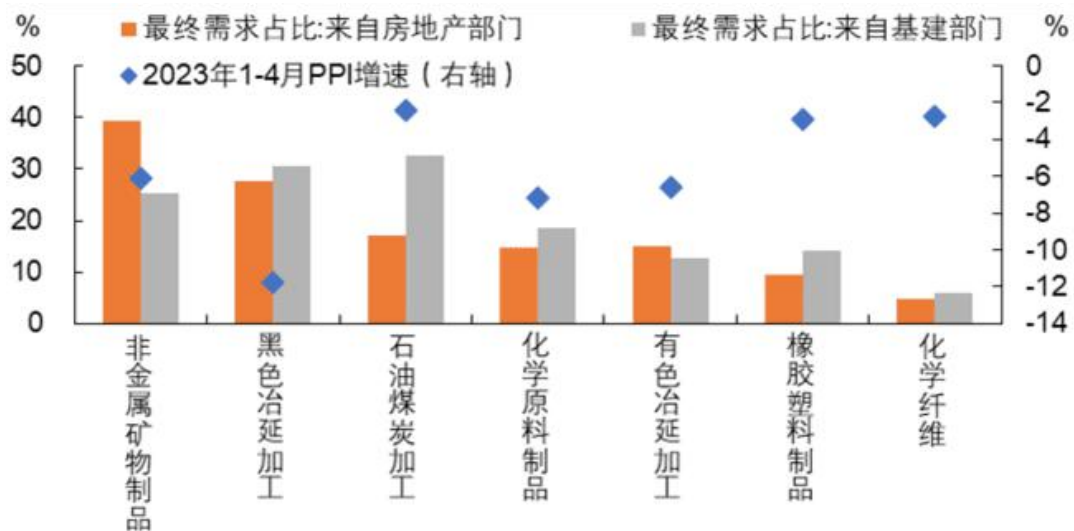
◎ 2023年前四个月，服务价格带动核心CPI中枢上移

CPI:同比 (%)	核心CPI	工业消费品 (扣除能源)	服务	居住服务	居住服务: 房租	非居住类 服务	旅游	交通工具 使用维修	家庭服务	教育服务	医疗服务	通信服务	快递服务
差值:23年初相对22年Q4	0.12	(0.12)	0.35	0.03	0.23	0.84	3.78	(0.12)	(0.88)	(0.09)	0.33	0.13	0.08
2023年1-4月	0.75	0.65	0.85	(0.18)	(0.48)	2.39	7.15	1.15	1.45	1.18	0.90	(0.20)	0.15
2022-12	0.63	0.77	0.50	(0.20)	(0.70)	1.55	3.37	1.27	2.33	1.27	0.57	(0.33)	0.07
2022-09	0.73	0.83	0.63	0.53	(0.53)	0.78	0.83	1.57	2.63	2.00	0.87	(0.30)	(0.03)
2022-06	0.93	1.03	0.83	1.00	(0.17)	0.58	2.47	1.57	2.77	2.53	0.90	(0.30)	(0.03)
2022-03	1.13	0.93	1.33	1.37	0.43	1.28	6.43	1.37	3.20	2.70	0.90	(0.30)	(0.27)
2021-12	1.23	1.00	1.47	1.67	0.77	1.17	6.30	1.73	3.13	2.77	1.00	(0.27)	0.07
2021-09	1.23	0.97	1.50	1.17	0.80	2.00	8.43	1.30	2.80	2.30	0.70	(0.30)	(0.03)
2021-06	0.83	0.80	0.87	0.67	0.40	1.17	(1.50)	1.67	2.40	1.93	0.67	(0.30)	(0.17)
2021-03	0.00	0.20	(0.20)	(0.17)	(0.33)	(0.25)	(7.02)	1.43	2.40	1.70	0.77	(0.30)	(0.37)
2020-12	0.47	0.63	0.30	(0.63)	(0.93)	1.70	(0.13)	1.13	2.47	1.90	2.13	(0.07)	(0.60)
2020-09	0.50	0.97	0.03	(0.75)	(1.13)	1.21	(4.03)	1.43	2.57	2.13	2.13	(0.20)	(0.37)
2020-06	1.03	1.20	0.87	(0.46)	(0.43)	2.86	5.67	1.63	3.07	2.27	2.63	(0.47)	(0.57)
2020-03	1.23	1.40	1.07	0.23	0.27	2.32	3.47	1.40	2.60	2.53	2.37	(0.63)	(0.83)
2019-12	1.43	1.60	1.27	0.47	0.97	2.47	1.00	2.03	4.17	2.83	1.67	(0.67)	(0.60)
2019-09	1.53	1.50	1.57	1.07	1.70	2.32	1.00	2.17	4.30	3.07	1.70	(0.80)	(0.47)
2019-06	1.63	1.37	1.90	1.80	2.10	2.05	2.50	2.40	4.83	3.20	1.50	(1.17)	(0.13)
2019-03	1.83	1.50	2.17	2.13	2.50	2.22	2.83	2.63	5.80	3.33	1.53	(1.23)	0.53
2018-12	1.80	1.50	2.10	2.37	2.50	1.70	2.73	2.90	5.97	3.27	1.23	(1.83)	0.73
2018-09	1.87	1.33	2.40	2.50	2.50	2.25	3.90	2.97	5.83	2.90	3.53	(1.50)	1.07
2018-06	1.93	1.37	2.50	2.23	2.37	2.90	2.43	2.57	5.40	2.70	5.67	(0.90)	2.27
2018-03	2.13	1.37	2.90	2.37	2.53	3.70	4.30	2.63	5.40	2.63	7.10	(0.70)	3.27
2017-12	2.27	1.43	3.10	2.81	2.83	3.53	2.77	2.03	4.13	2.73	8.40	(0.27)	2.90
2017-09	2.20	1.30	3.10	2.64	2.93	3.79	3.50	1.87	4.23	3.10	7.07	(0.13)	2.23
2017-06	2.13	1.33	2.93	2.47	2.87	3.63	4.00	1.80	4.17	3.30	5.73	(0.17)	1.13
2017-03	2.00	1.23	2.77	2.42	3.03	3.29	4.27	1.63	4.30	3.30	4.63	(0.20)	0.17
2016-12	1.87	1.27	2.47	1.96	2.87	3.23	3.20	1.33	4.53	3.30	3.90	(0.30)	0.23
2016-09	1.70	1.13	2.27	1.54	2.73	3.36	2.37	1.33	4.43	2.57	3.93	(0.30)	0.37
2016-06	1.57	1.03	2.10	1.52	2.77	2.97	0.97	1.43	4.17	2.23	3.20	(0.13)	0.63
2016-03	1.43	0.90	1.97	1.34	2.63	2.91	1.37	1.67	4.33	2.10	2.97	(0.37)	0.63
均值:16-19年	1.83	1.32	2.34	1.98	2.49	2.89	2.70	2.09	4.75	2.91	3.99	(0.65)	0.94
均值:20-22年	0.83	0.89	0.77	0.37	(0.13)	1.36	2.02	1.46	2.70	2.17	1.30	(0.31)	(0.26)
差值:20-22年相对16-19年	(1.00)	(0.43)	(1.58)	(1.61)	(2.62)	(1.53)	(0.67)	(0.63)	(2.05)	(0.74)	(2.68)	0.34	(1.20)

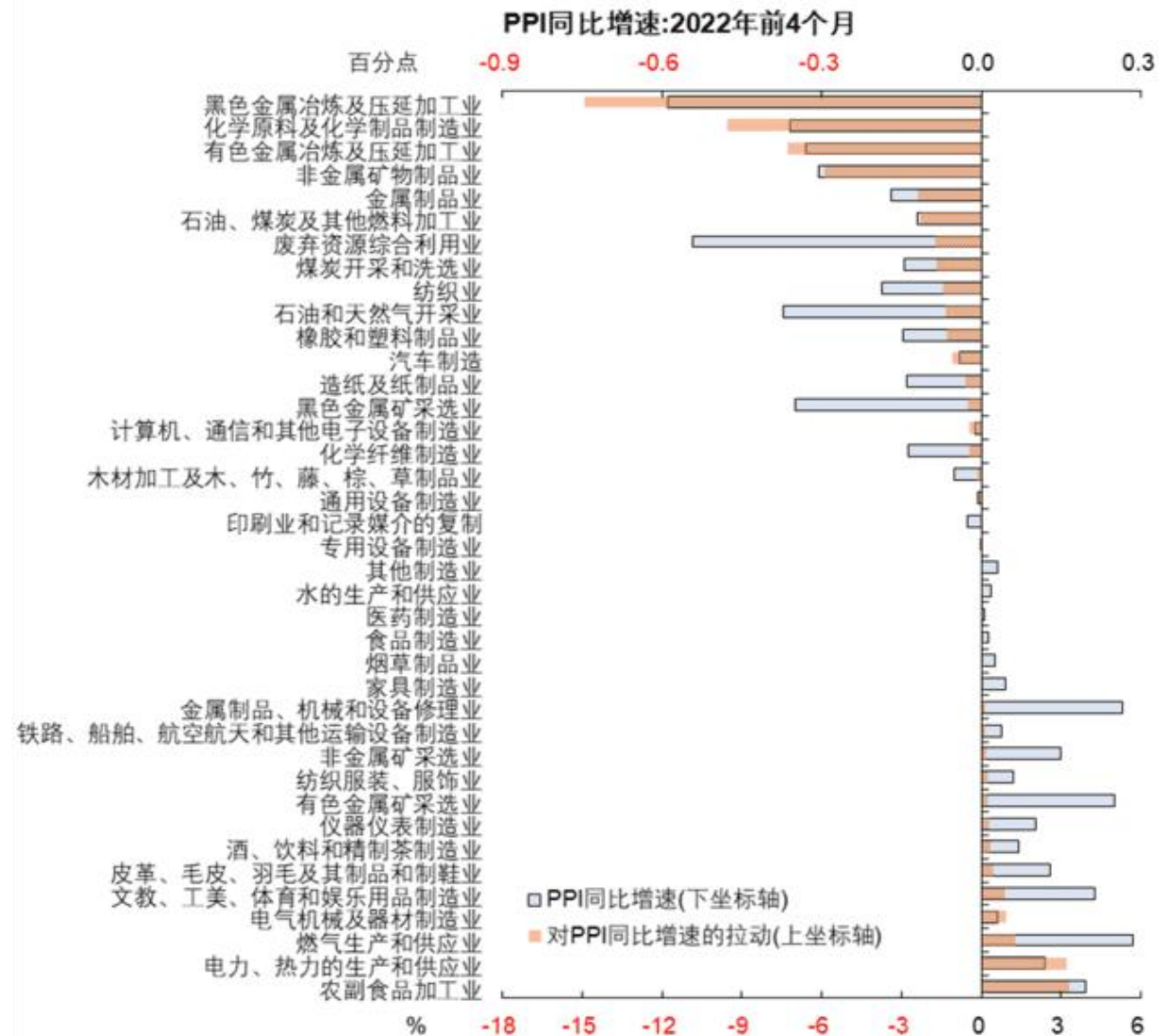
1.3 低通胀也是供求失衡的体现

- PPI波动来源主要集中在几大原材料行业，对房地产和基建的敏感性强。
- 2023年前4个月PPI累计同比收缩2.1个百分点。其中：1) 原材料制造板块对PPI增速拖累达2.16个百分点；2) 采矿和装备制造板块分别拖累PPI增速0.15和0.13个百分点。3) 水电燃气和消费制造板块分别拉动PPI增速0.23和0.17个百分点。

◎ 原材料行业对地产基建需求的敏感性



◎ 2023年以来，原材料板块子行业对PPI增速拖累较大



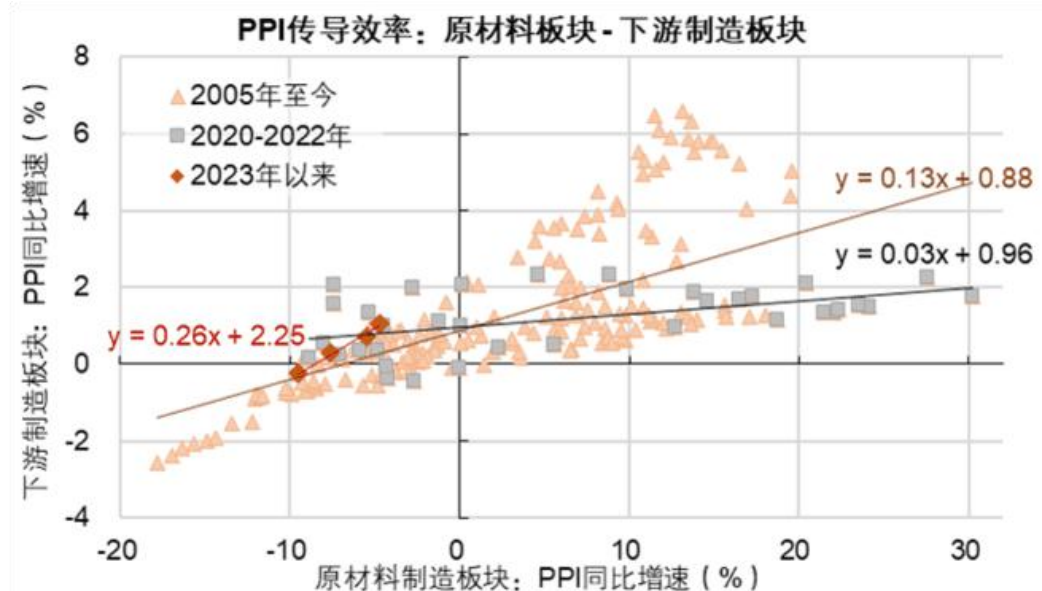
1.3 低通胀也是供求失衡的体现

- 需求偏弱会使“成本-售价”的传导呈现非对称特征。
- 2020年至2022年，原材料板块PPI同比增速较快上行并创历史新高；但下游制造板块PPI涨幅有限，价格上行弹性低于历史其他时期。成本上行，但需求不振，企业提价困难，毛利率被动压缩。
- 2023年以来，原材料板块PPI同比增速进一步下探，下游制造板块PPI增速也较快转负，价格下行弹性超过历史平均水平。成本趋降，但需求不强，企业“以价换量”，制约了盈利的修复。

◎ 制造业分板块PPI同比增速 (%)



◎ 需求不振是价格偏弱的核心原因



1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 2023年以来部分商品的CPI下行幅度甚至大于PPI，也体现了弱需求的问题。

➤ 与居民消费相关的工业品同时计入CPI和PPI，二者相当于批发价和零售价的关系。在居民消费对经济增长驱动较强的2012至2019年间，CPI非食品项的中枢高于PPI生活资料；居民消费需求相对偏弱时，PPI生活资料与CPI非食品项的增速趋同。

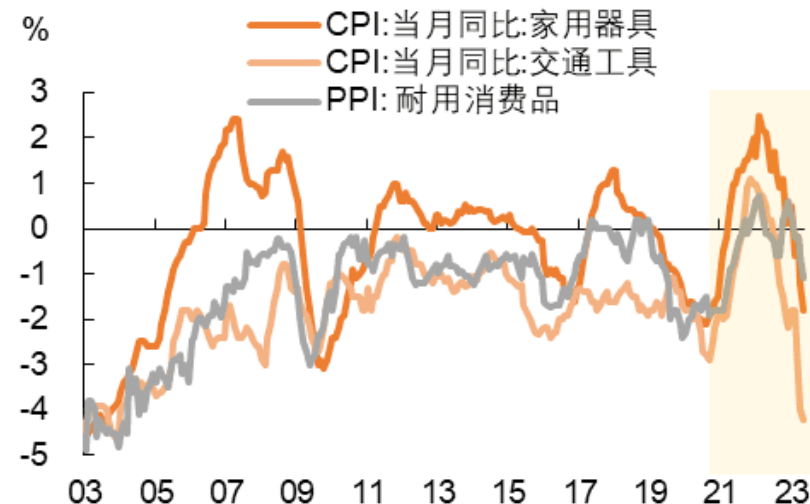
◎ PPI生活资料向CPI非食品分项的传导效率提升



◎ PPI一般日用品与CPI生活用品均较快下行



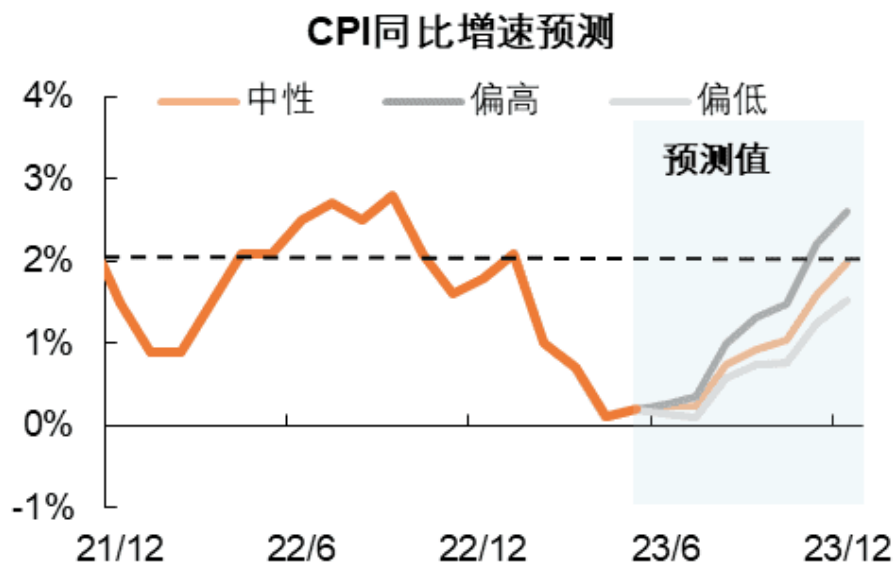
◎ CPI交通工具、家用器具降价幅度较大



1.3 低通胀也是供求失衡的体现

- 预计下半年随着基数走低、内生需求滞后缓慢回升，国内物价同比读数将自低位逐步上行。
- CPI增速逐步回归2%的历史均值水平，核心CPI可能升至1.5%以上，PPI跌幅有望逐渐收窄。

◎ 2023年CPI同比增速预测



◎ 2023年PPI同比增速预测





目录CONTENTS

◎ 实体经济：产能过剩的隐忧

◎ 宏观政策：增量和加码可期

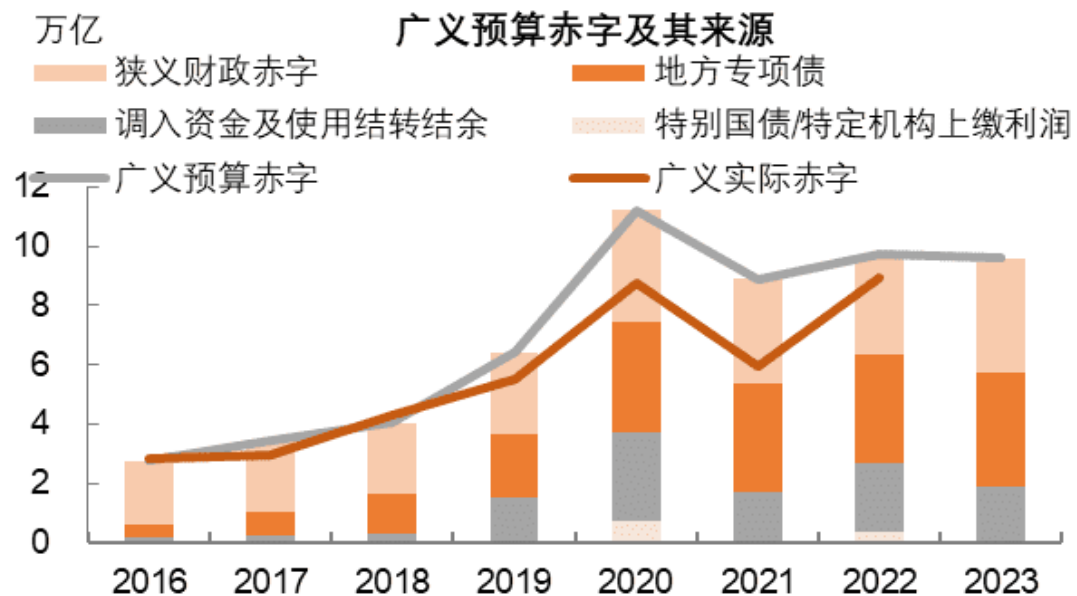
◎ 海外环境：货币政策过渡期

◎ 资本市场：人民币破七无妨

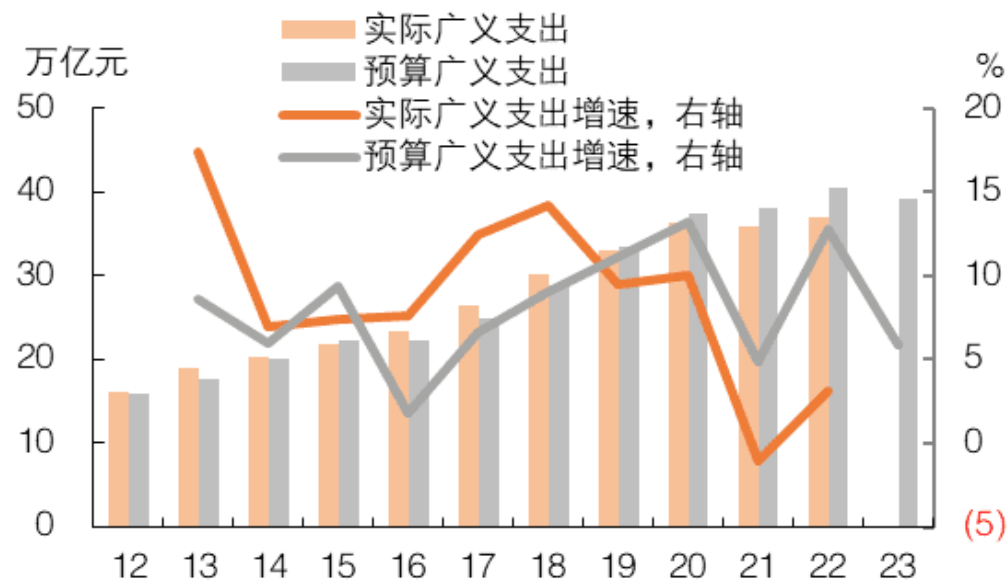
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 2023年财政预算安排与去年相近。今年广义预算赤字9.58万亿，略低于去年的9.72万亿，但小幅高于去年实际使用的8.96万亿赤字。主要拖累在于：1) 调入资金及使用结转结余的规模较去年下降；2) 去年特定国有和金融机构一次性上缴利润不再。但通过提高财政赤字安排和增加地方专项债进行了弥补。
- 2023年广义预算支出安排较去年实际支出增长5.9%，但比去年的预算安排罕见地下降了，这主要因为去年实际广义财政支出大幅不及预期。

◎ 2023年广义预算赤字比去年略降



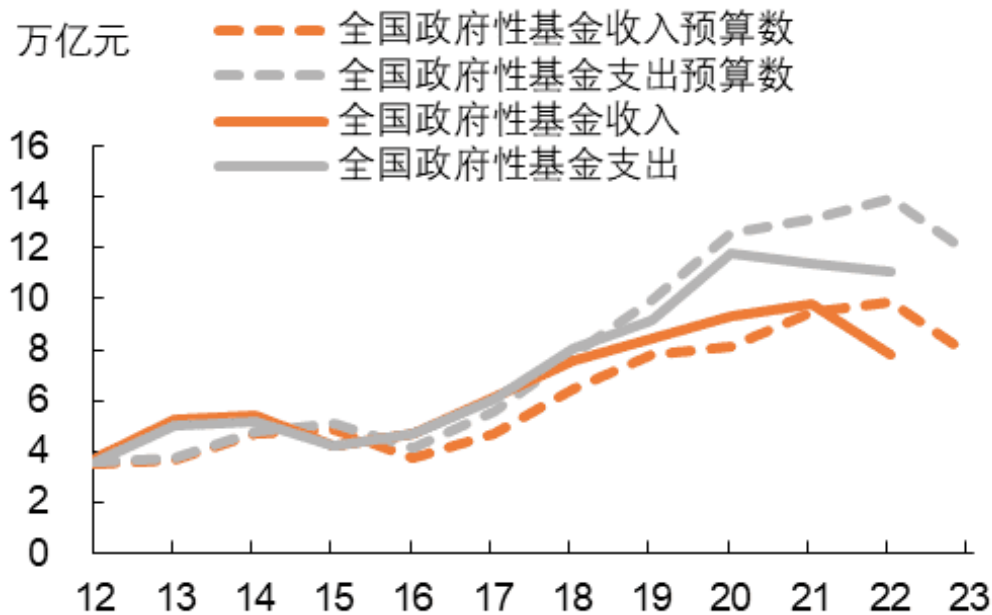
◎ 2023年广义预算支出罕见比去年减少



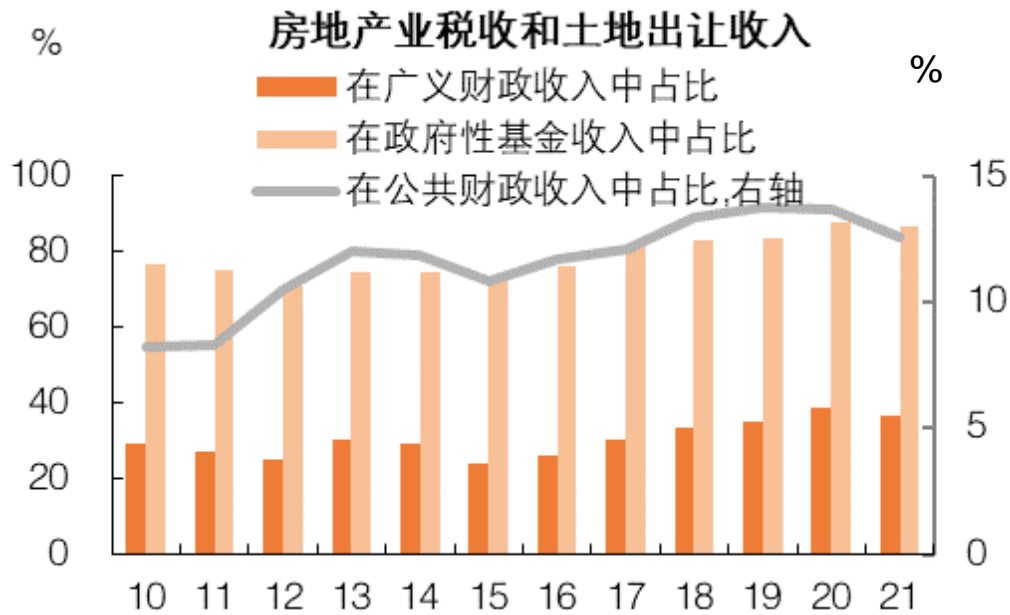
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 广义预算支出的下降集中在政府性基金预算支出的下降，体现的是房地产行业对财政发力的掣肘。
- 去年由于土地出让收入骤减，全国政府性基金收入比预算大幅少收了2.08万亿，相应地政府性基金支出比预算大幅少支2.84万亿。今年政府性基金预算收、支均比去年大幅调降，仅小幅高于去年实际收、支数。
- 2021年，房地产业税收在公共财政收入中占12.6%，土地出让收入在政府性基金收入中占86.7%，因此，房地产至少影响了广义财政收入的36.8%。

2022年土地出让收入骤减造成政府性基金支出力度下降



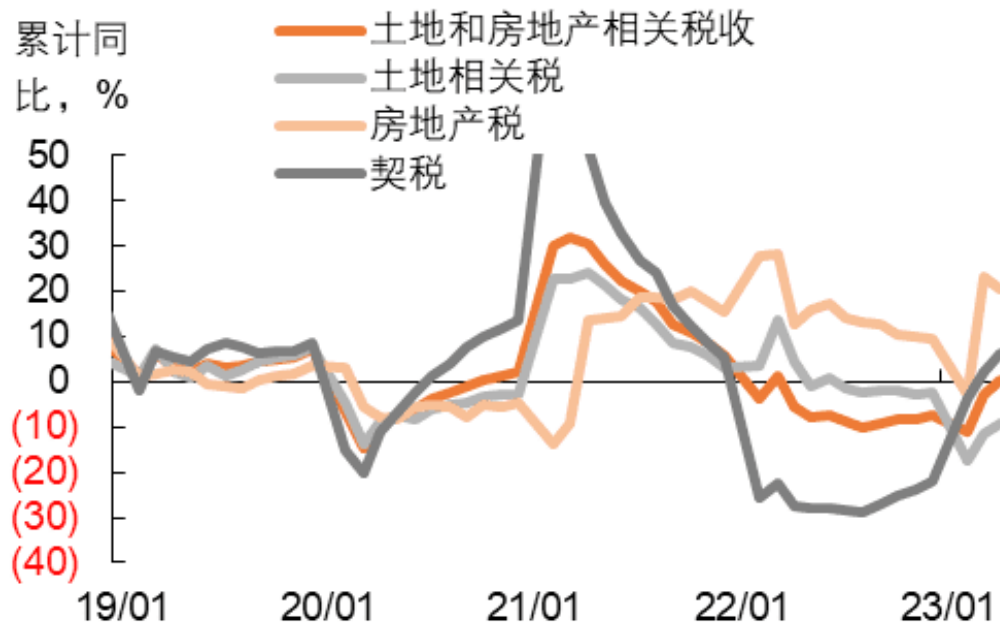
房地产在广义财政收入中占比超过3成



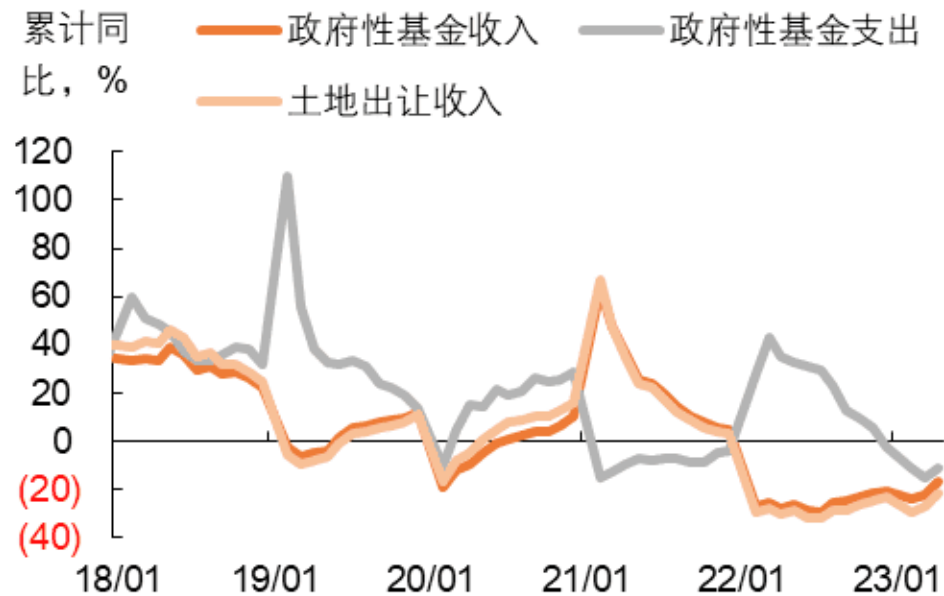
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 今年上半年房地产复苏不及预期，下半年可能仍需与去年相似的增量财政工具来保持基建投资力度。
- 1-4月受房地产销售影响较大的税种增速出现明显反弹，与同期房地产销售的好转相联；但受土地出让影响较大的税种增速降幅扩大，土地出让收入同比降幅仍达21.7%。
- 若下半年房地产市场延续低迷，政府性基金收入同比增速不能回到预算设定的0.37%微正增长（1-4月实际增速为-16.9%），则财政发力仍将面临资金欠缺，需要增量工具进行补充。

◎ 1-4月房地产销售相关税收显著反弹、但持续性存疑



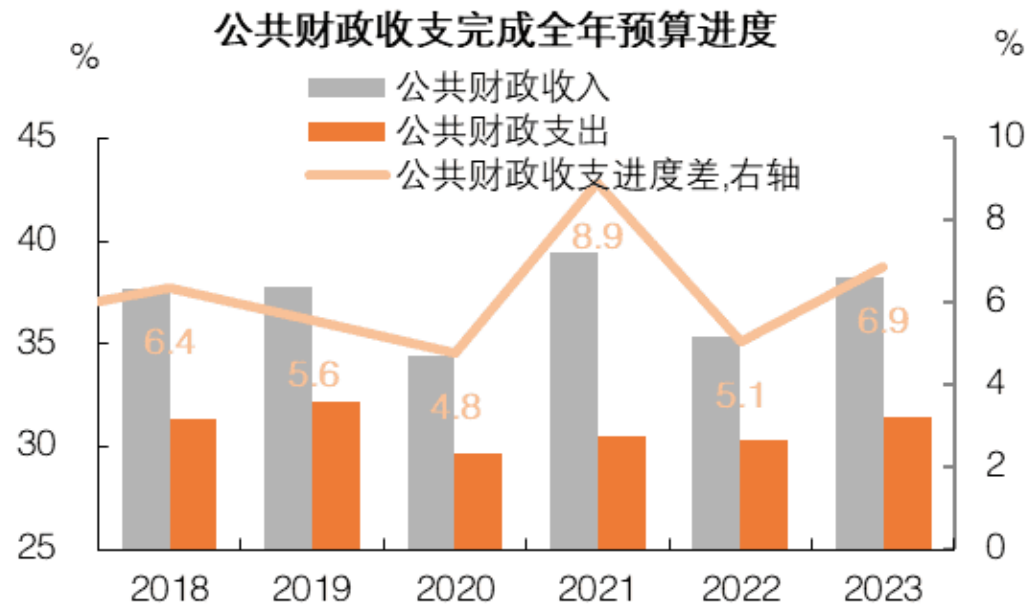
◎ 1-4月政府性基金收入恢复程度有限



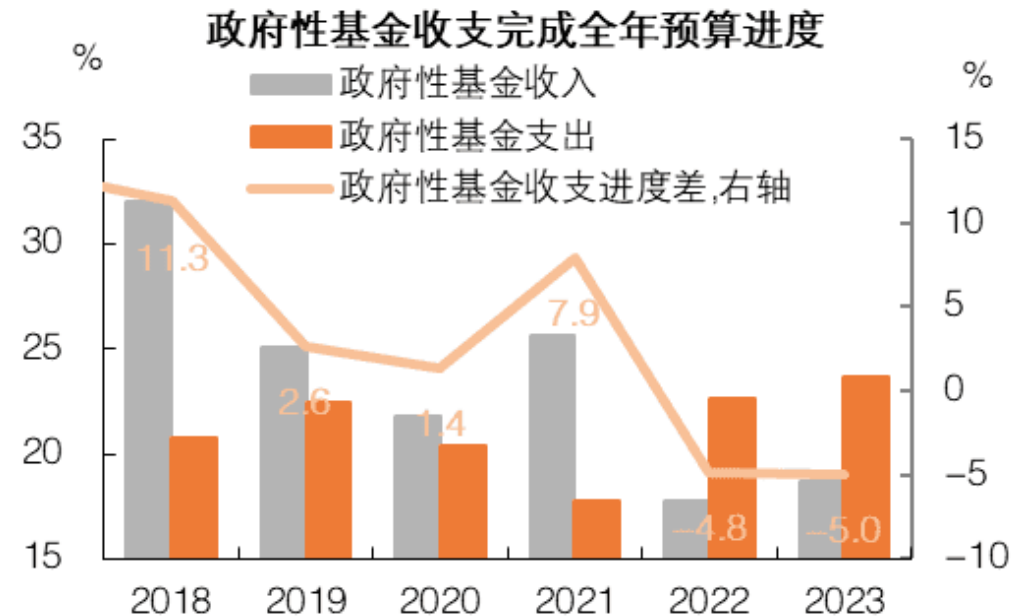
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 从今年1-4月财政收支数据来看，财政政策仍然体现了“前置发力”。
- 公共财政收入完成预算进度的38.3%，仅低于2021年；财政收入进度比支出进度快6.9个百分点，支持了公共财政发力。
- 政府性基金支出进度达到23.7%的近年来最高水平，比收入进度快5个百分点，土地出让收入未明显恢复情况下，地方专项债前置发力。

① 1-4月公共财政收入进度较快，体现经济复苏



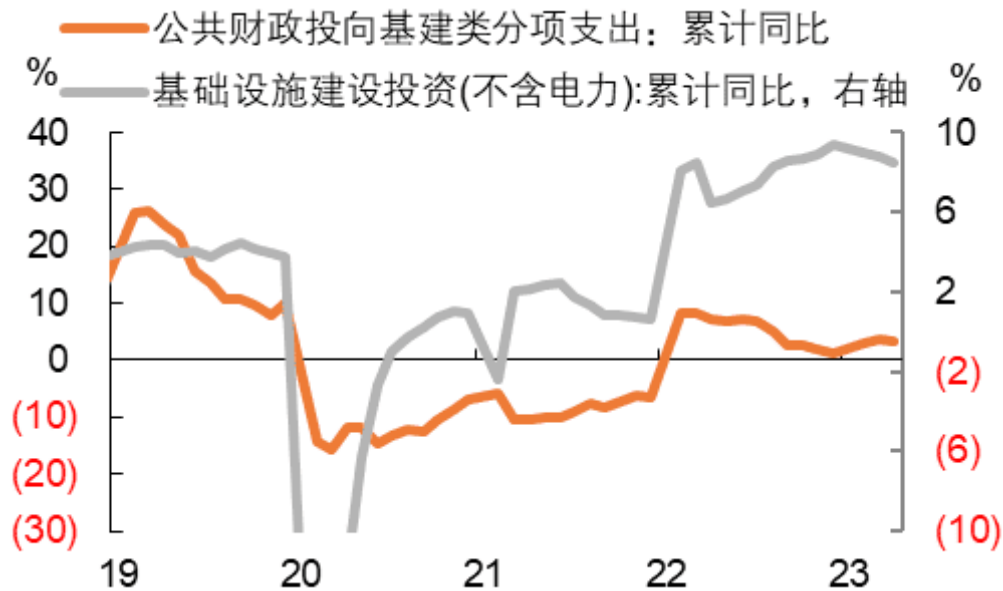
② 1-4月政府性基金收入仍乏力，地方债前置发力



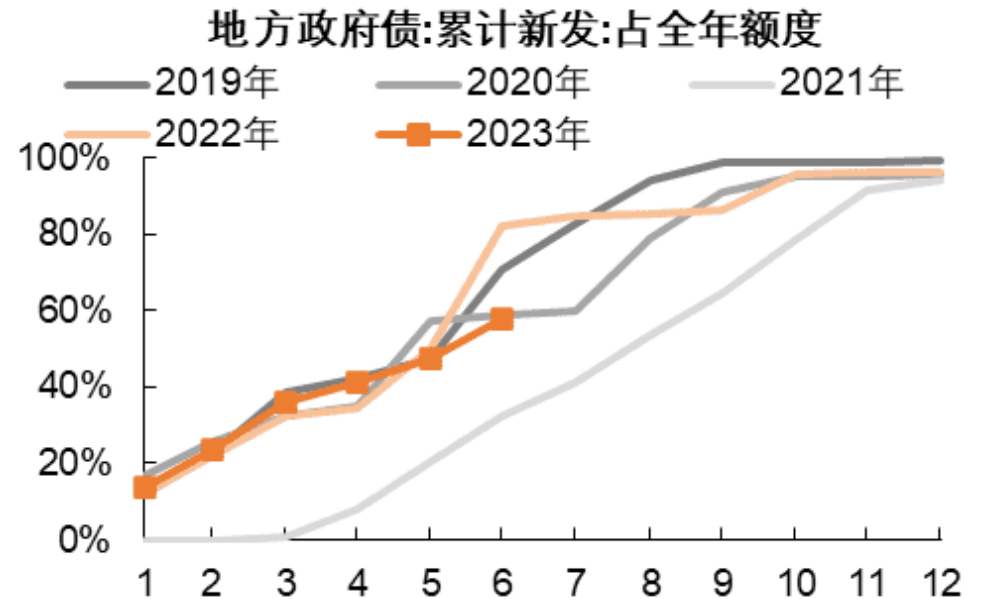
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 不过，财政政策对基建的支持力度可能不稳，也蕴含了财政加码的诉求。
- 今年1-4月公共财政投向狭义基建的分项增速不及去年上半年，基建投资对地方债资金的依赖度提升。
- 今年1-4月地方债发行进度比去年同期更快，但直到5月中下旬才下达剩余批次地方债额度，造成5-6月地方债发行节奏可能放缓。若按6月仅发完提前批次额度推算，则上半年地方债发行进度会明显慢于2022年和2019年，或对5、6月的基建投资造成不利影响。

① 1-4月公共财政投向基建领域力度不强



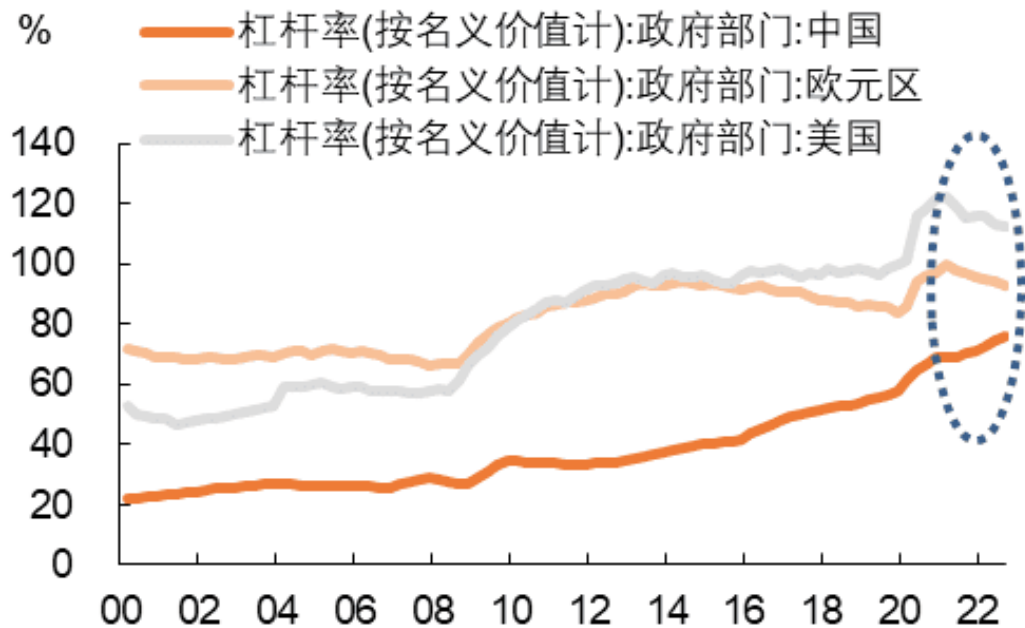
② 5-6月地方债发行进度可能“由快转慢”



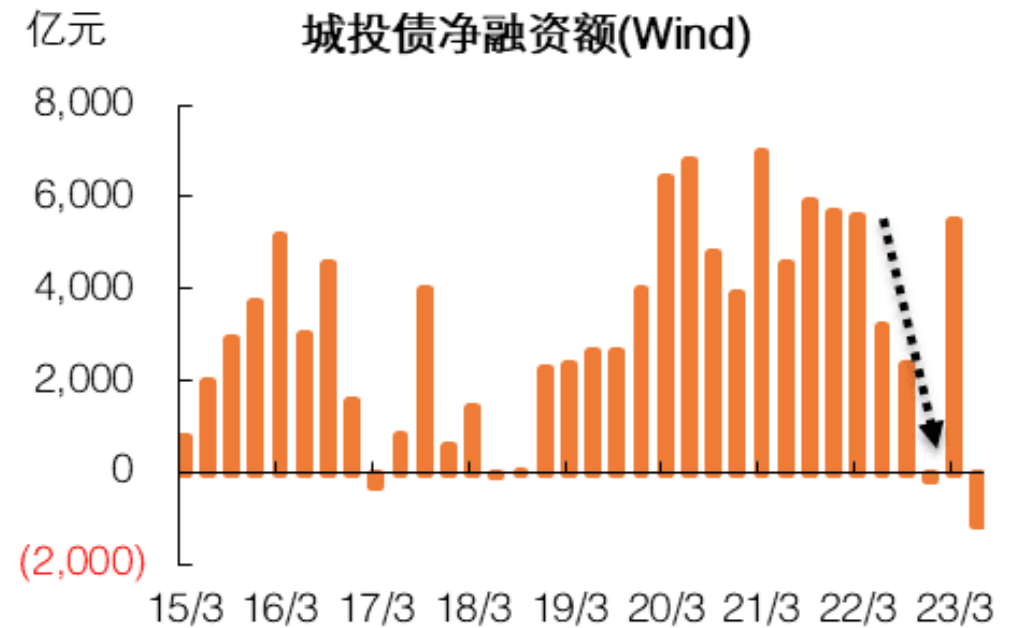
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 财政加杠杆的能力和意愿均受到掣肘，财政与货币配合的“准财政”方式最可能祭出。
- 不同于欧美国家在高通胀、高名义GDP的情况下，政府部门杠杆率明显回落；中国今年面临的低通胀情境，可能导致政府部门杠杆率居高难下，影响政府加杠杆的空间和意愿。
- 4月中央政治局会议重申“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，城投平台融资受到更大限制。

不同的通胀环境导致中国与欧美的杠杆率走向相反



去年二季度以来城投平台融资收紧



2.1 财政政策加码的缘由与猜想

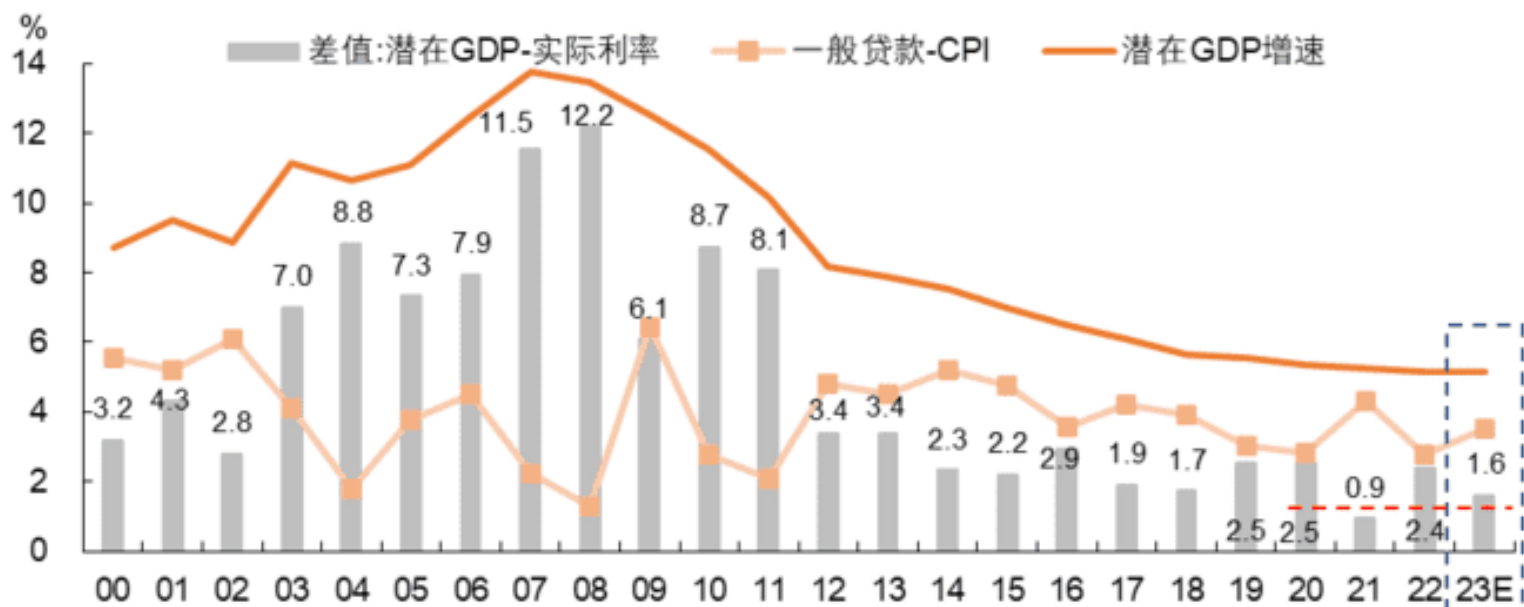
- 财政加码的可能步骤：二季度推动加快地方专项债发行、三季度推出新一批政策性金融工具。
- 2022年的增量工具包括：1) 地方专项债集中于6月底前发行完毕；2) 8.24批准动用5029亿地方专项债结存限额；3) 6.30、8.24新设两批共6000亿元政策性开发性金融工具额度（实际投放7399亿元）用于接棒专项债补充重大项目资本金；4) 6.1调增8000亿元政策性银行信贷额度。从而较好稳定了去年下半年基建投资增长与实物工作量的形成。
- 2023年的增量工具猜想：若政府性基金收入同比降幅仅收窄至10%，则政府性基金少收约7800亿。为维持向一般公共预算的调入规模，政府性基金支出需要比预算减少更多。按照去年二者下降的比例计算，则政府性基金支出少支约1万亿。政府性基金投入基建的比例假设为25%（与去年相近），则要达到预算设定的财政支持力度，将存在2500亿左右的资金缺口，需要通过政策性金融工具补充。考虑到今年预算设定的调入及使用结转结余资金规模比去年下调了5500亿，而在上述测算中政府性基金的收支差额降幅在2200亿，因而在稳增长倾向大致不变的情况下，可能不需要再启用地方专项债结存限额去保证向一般公共预算调入资金。按照与政策性金融工具大致相当的水平，我们认为调增3000亿左右政策性银行信贷额度可能是合适的。在此基础上，继续加快“十四五”重大项目建设，则基建的实物工作量有望得到保障。
- 中长期角度，考虑到当前土地财政（城投）、房地产与地方性银行之间“三位一体”的关系，需要从体制机制的根本性改革上来寻求“破局”，针对“土地财政”模式转型的财政体制改革可能逐渐进入议事日程。

2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

1. 实际利率与潜在GDP增速

- 预计2023年CPI增速中枢较去年下移1个百分点，若名义贷款利率相对平稳，则实际利率将会抬升，潜在GDP增速与实际利率的差值将回落至1.6%左右，是2000年以来历史次低水平（仅高于2021年）。
- 以“潜在GDP增速-实际利率”的缺口为衡量标准，2023年全年货币政策对实体经济的支持力度要持平于过去三年的均值，则年内名义贷款利率仍需调降30bp左右。

实际利率与潜在GDP增速的缺口

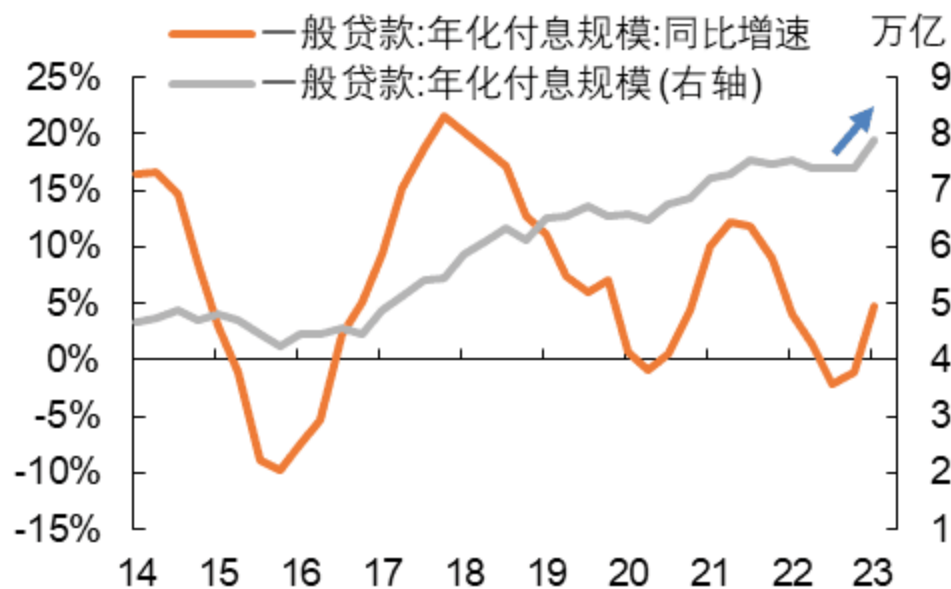


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

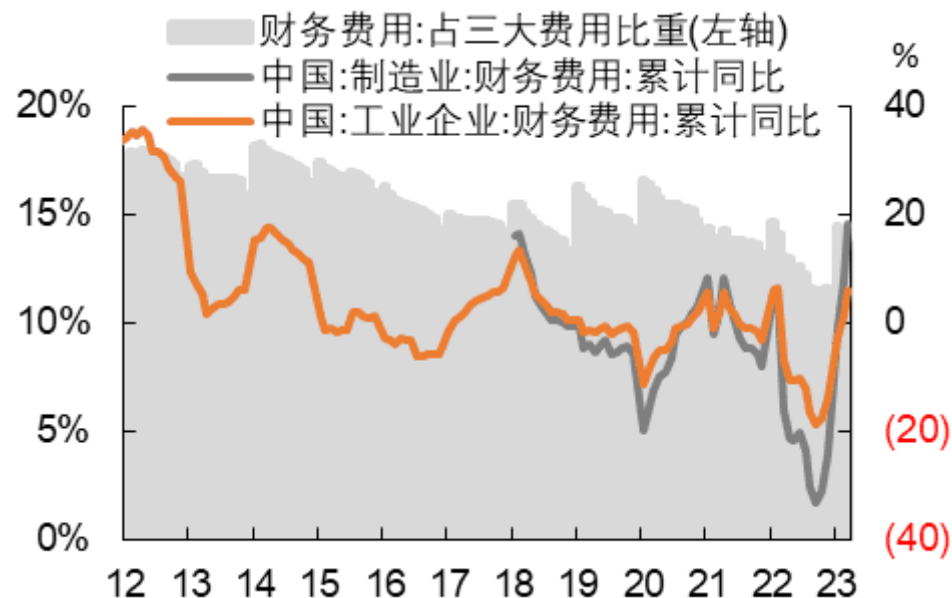
2. 缓解企业付息压力

- 2023年一季度，一般贷款付息规模增速升至4.9%，而去年增速为-1.1%。
- 2023年前四个月，规模以上工业企业财务费用的同比增速由负转正，在期间费用中的占比明显提升。

◎ 2023年一季度一般贷款年化付息规模提升



◎ 2023年以来规模以上工业企业财务费用增速提升

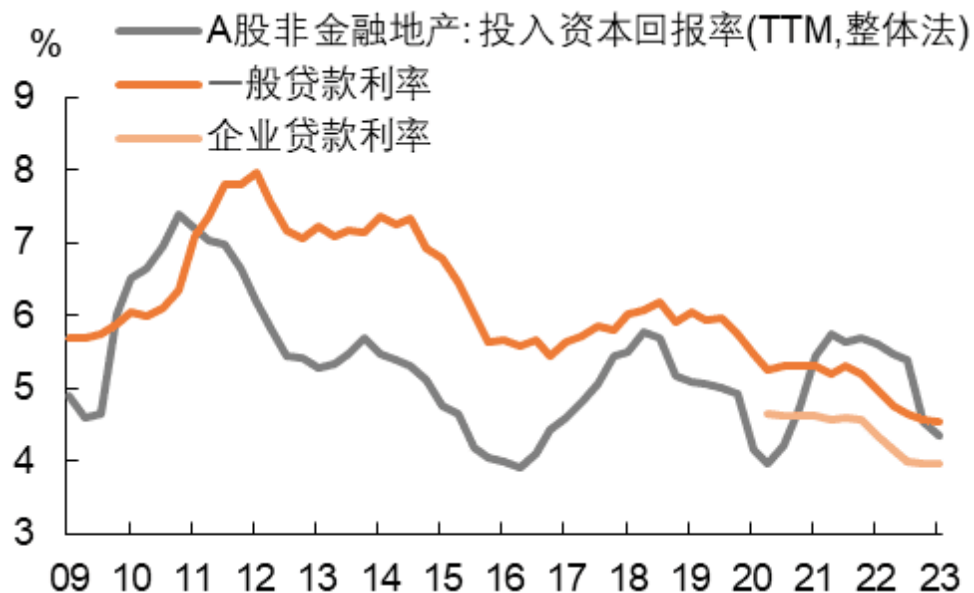


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

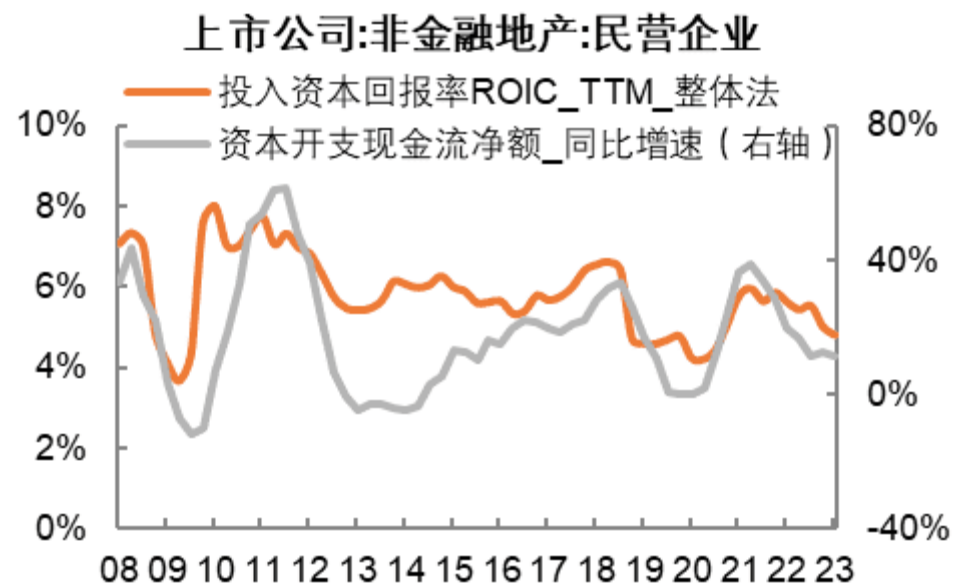
3. 激发投资内生动能

- 2022年，我国一般贷款、企业贷款加权平均利率分别累计下降62bp、60bp，而我们考察的非金融地产行业上市公司可比口径投入资本回报率（ROIC）累计下行117bp，约是贷款利率下行幅度的两倍。
- 2023年一季度，尽管宏观经济有所回温，但企业盈利依然承压，非金融地产行业上市公司的投入资本回报率较2022年末下行20bp；而同期一般贷款、企业贷款加权平均利率下行幅度分别仅有4bp、1bp。

◎ 一般贷款利率高于A股非金融地产企业ROIC



◎ 民营上市公司资本开支增速跟随其ROIC变化

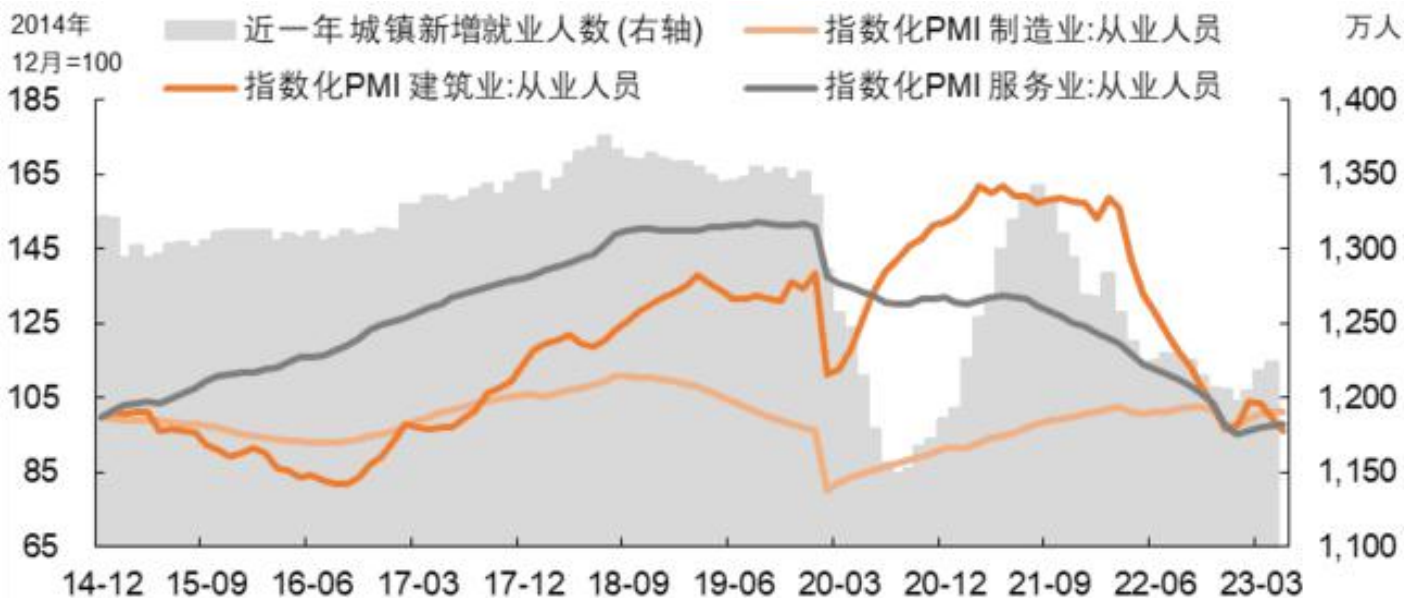


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

4. “稳就业”

- 从PMI指数看，2023年初就业恢复速度慢于2020年疫情后，且建筑业和服务业就业水平均处于近年来低位。从工业企业用工人数的变化来看，企业可能有通过减员控制成本的倾向。

◎ 2023年初以来PMI从业人员指数表现偏弱



2.2 货币政策：存款利率市场化更进一步

- 2020年以来，贷款利率市场化取得明显成效，贷款利率较政策利率更大幅度下行，但存款成本刚性的问题依然存在。
- **2023年4月**，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，利率的市场化调整具有了惩罚性。**1)** 4月多家中小银行公告下调存款挂牌利率，幅度从5bp~45bp不等。**2)** 据存款自律协会通知，银行对单位的协定存款及通知存款自律上限将自5月15日下调，四大行执行基准利率加10bp，其他金融机构执行基准利率加20bp。**3)** 据《证券时报》报道，多家大行6月8日起下调人民币存款利率，3年期、5年期定存挂牌利率下降15个基点，或将掀起新一轮存款“降息潮”。

2021.6

- 存款自律上限改为“基准+基点”形式，降低2年期上限约30bp，3年、5年期上限约60bp

2022.9

- 在8月LPR调降5bp的背景下，大行率先调降挂牌利率，活期下调5bp、2年及以下下调10bp、3年及以上下调15bp。

2022.4


- 推出存款利率市场化调整机制，参考10年国债和1年LPR。在2022年初LPR调降10bp的背景下，2年、3年、5年期存款利率上限均下调了10bp。

2023.4至今


- 合格审慎评估实施办法（2023年修订版）发布，其中加入了“存款利率市场化定价情况”作为扣分项，且与MPA考核同步，存款利率市场化调整具有了惩罚性。**这也是本次中小行跟进下调的重要原因。**

2.2 货币政策：存款利率市场化更进一步

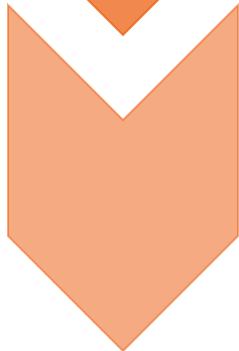
■ 存款利率市场化改革是2023年货币政策的主要侧重点。



• 当前直接下调存款基准利率仍有一定阻碍：考虑到存款利率“压舱石”的角色、中美利差持续倒挂的现状。



• 相比于调降存款基准利率，未来推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”的可能性更大。
• 利率市场化改革以后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台。贷款方面启用了挂钩中期政策利率MLF的贷款市场报价利率（LPR），存款方面目前提出参考10年国债收益率和1年期LPR，可以认为是个过渡形态。



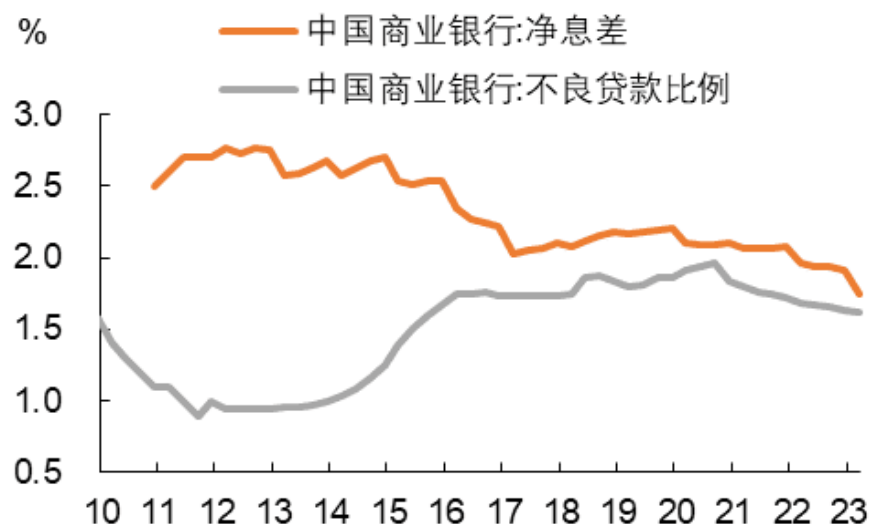
• 与当前市场利率曲线比较，存款基准利率在2年、3年期上明显陡峭。若央行后续推出新的存款利率“锚”，则下调活期存款利率、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。

2.2 货币政策：降息成为“可选项”

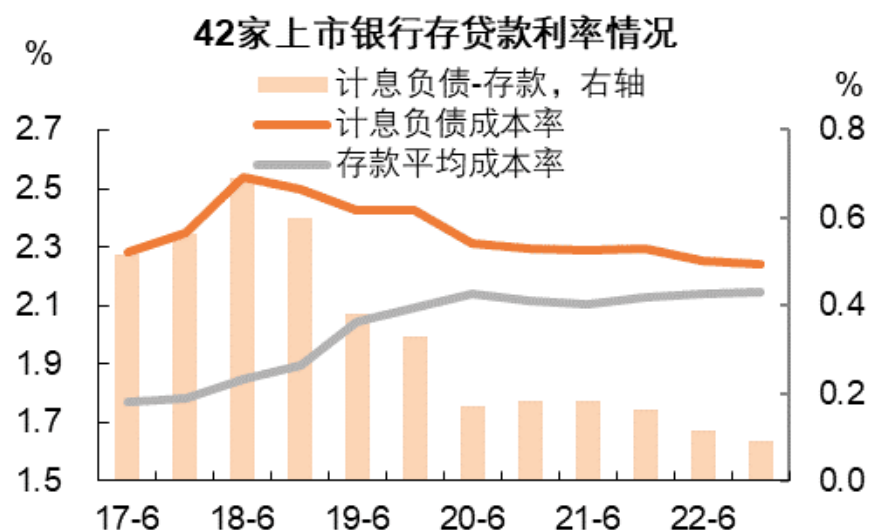
■ 从银行长期稳健经营的角度出发，政策利率的进一步调降，需考虑同步、同幅降低银行成本：

1. 商业银行净息差已处极端低位。今年一季度下滑至1.74%，续创历史新低。
2. 贷款定价中包含着一定的风险溢价。今年一季度商业银行不良贷款率为1.62%。合理的净息差有助于银行防范化解金融风险，提升信贷投放的积极性，可持续地支持实体经济。
3. 直接“降息”可能加剧银行经营压力。降息后银行资产端贷款利率的下行幅度和速度更快，而负债端存款成本相对刚性，可能会使银行净息差进一步降低。

◎ 2023年一季度商业银行净息差续创历史新低



◎ 2020年以来上市银行计息负债成本率稳中有降



2.2 货币政策：降息成为“可选项”

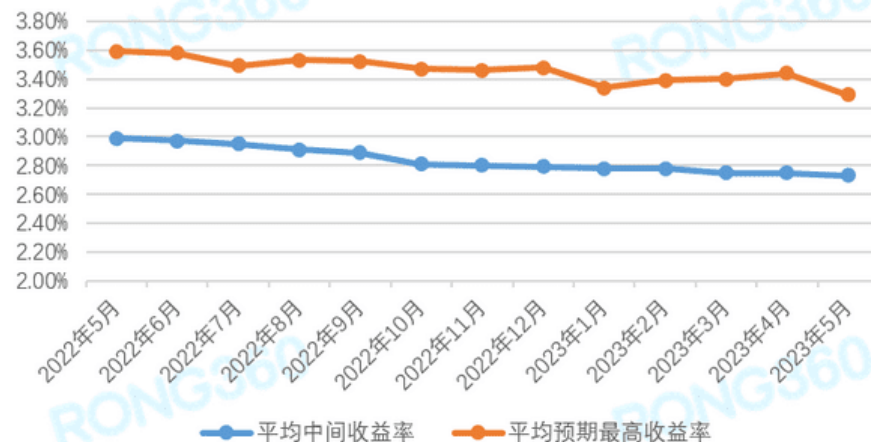
■ 存款利率市场化改革推进，已为政策利率调降打下基础。

- 据融360数据，4月份农商行1年、2年、3年、5年期存款平均利率分别环比下跌5BP、3BP、2.5BP和11.5BP；商业银行发行的人民币结构性存款平均成本在2.7%-2.8%，较去年同期下降20-30BP。

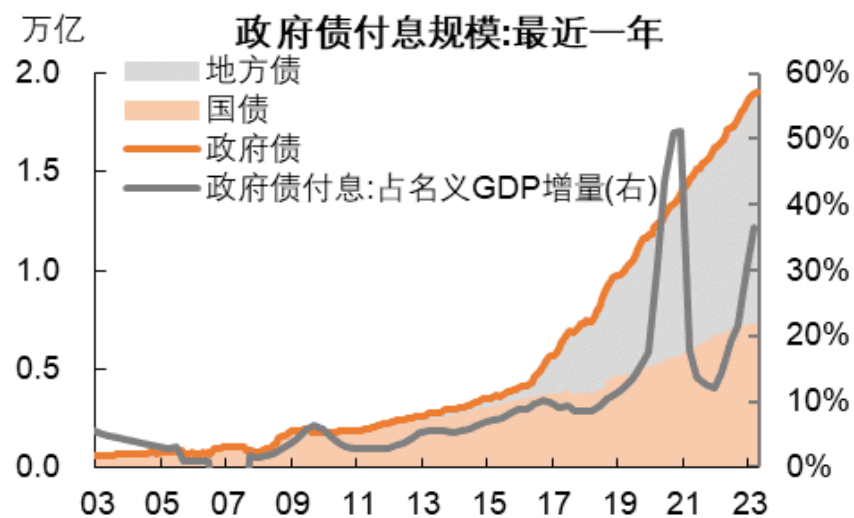
■ 进一步降息的诉求还在于“金融稳定”

- 2023年4月4日，易纲行长在《建设现代中央银行制度 更好服务中国式现代化》的讲话中指出，“维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务”，金融稳定在央行决策框架中的地位或有提升。
- 降息的“想象空间”在于：1) 加强财政政策与货币政策配合的考量下，降息对财政可持续性的加持；2) 若发生局部性阶段性的金融风险，降息所具有的较强信号显示效应。

◎ 人民币结构性存款平均预期收益率
结构性存款平均预期中间/最高收益率



◎ 政府债付息占名义GDP增量的比例攀升

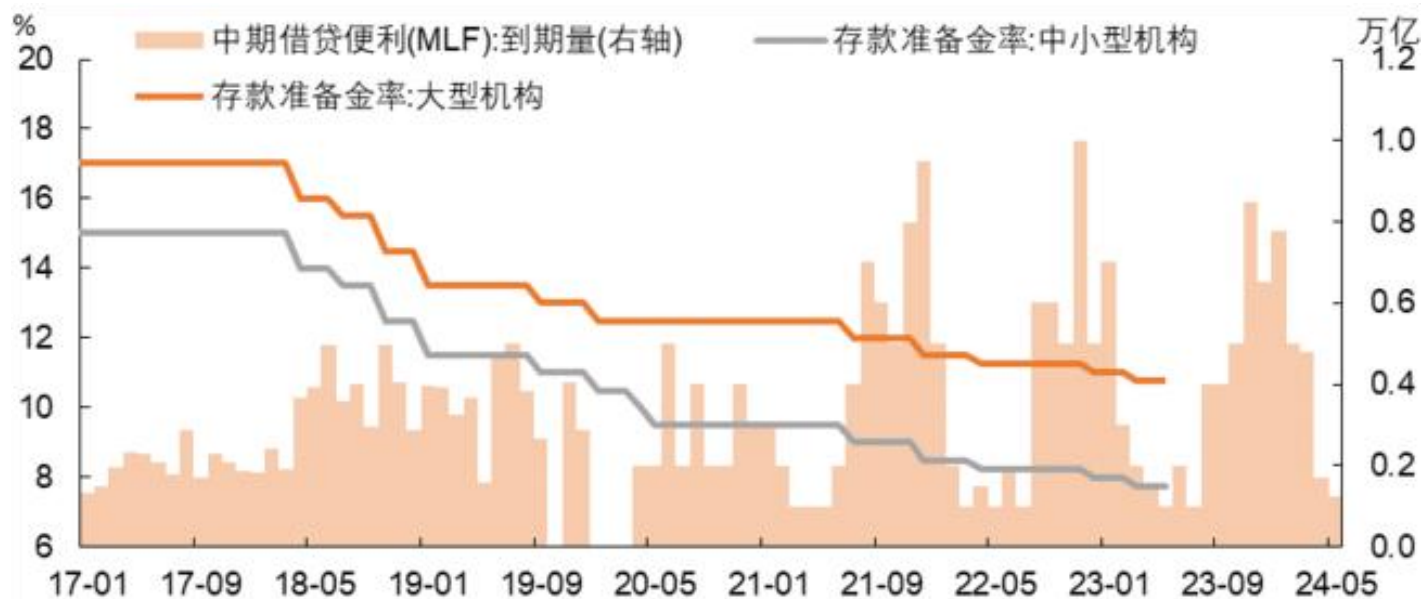


2.2 货币政策：降准仍有空间

■ 从“量”看，降准仍有空间

- 要保持大致平稳的M2增长，年内还有进一步降准0.25-0.5个百分点的可能性。央行2022年已经“依法上缴了所有的历史结存利润”，而2023年外汇占款有回落压力。降准可以提供低成本的长期资金，缓解商业银行的成本压力。降准在下半年MLF到期高峰期出现的可能性更大。

◎ MLF到期规模较高的月份往往是降准窗口期



2.2 货币政策：降准仍有空间

■ 如何看待降准的中长期空间？

- 截至2022年年末，金融机构加权平均存款准备金率为**7.8%**。考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题，**5%**是央行降准公告中多次提及的“隐形下限”。
- 我们认为，存款准备金率下限并非“紧约束”，无需过度担忧空间收窄对货币政策操作的限制。
 - 当前发达经济体大多实行较低且稳定的法定准备金要求，大力改进准备金管理模式，甚至很多国家实行零准备金制度；降低法定准备金要求也已成为当前新兴市场国家的共同趋势。
 - 随着宏观审慎政策的覆盖面进一步扩大，并且在防范化解金融风险方面发挥更加重要的作用，我国存款准备金率“下限”也将逐步下行。

◎ “三档两优”存款准备金率（2023年3月27日起执行）

	“三档”：法定存款准备金率	实际执行
大型银行 (六大国有银行)	10.75%	9.25%
中型银行 (股份制银行、城商行、非县域农商行、外资行)	7.75%	7.25%
服务县域的银行 (县域农商行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行)	5%	5%

	“两优”：存款准备金率优惠	
大中型银行	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到 1.5%	0.5%
	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到 10%	1.5%
服务县域的银行	新增存款一定比例用于当地贷款考核标准	1%

注：据央行官网，普惠金融定向降准考核政策实施以来，普惠金融领域贷款明显增长，参加考核金融机构统一执行最优惠档存款准备金率。

2.2 货币政策：结构性工具“稳信用”

- 结构性货币政策工具加快投放，继续支持“稳信用”。
- 央行于2023年1月设立800亿元房企纾困专项再贷款，2月设立1000亿元租赁住房贷款支持计划。
- 截至2023年3月末，结构性货币政策工具余额约6.8万亿元，占基础货币的18.7%。我们测算，一季度阶段性再贷款工具合计投放规模约3067亿元，对人民币信贷的直接贡献为4465亿元，较去年同期多3382亿元。

◎ 结构性货币政策工具的投放使用情况（亿元）

单位 (亿元)	工具名称	额度	余额	使用 进度	变化图	单季变化： 21年Q4	单季变化： 22年Q1	单季变化： 22年Q2	单季变化： 22年Q3	单季变化： 22年Q4	单季变化： 23年Q1	
结构性 工具 前期	支农再贷款	7600	5960	78.4%		220	194	243	183	417	-44	
	支小再贷款	16400	14331	87.4%		2414	964	682	-134	308	160	
	再贴现	7050	6061	86.0%		61	344	-102	-696	134	478	
	抵押补充贷款 PSL	/	31291			-827	-654	-1160	278	5047	-237	
	投放金额（对人民币信贷的直接贡献）						1868	848	-337	-369	5906	357
21年四 季度以 来新设	碳减排支持工具	8000	3994	49.9%		855	531	441	642	628	897	
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	1365	45.5%		27	198	132	221	233	554	
	科技创新再贷款	4000	3200	80.0%		-	-	-	800	1200	1200	
	普惠养老专项再贷款	400	10	2.5%		-	-	-	4	3	3	
	交通物流专项再贷款	1000	354	35.4%		-	-	-	103	139	112	
	设备更新改造专项再贷款	2000	1105	55.3%		-	-	-	-	809	296	
	民企债券融资支持工具II	500	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	保交楼贷款支持计划	2000	5	0.3%		-	-	-	-	-	5	
	房企纾困专项再贷款	800	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	租赁住房贷款支持计划	1000	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	投放金额						882	729	573	1770	3012	3067
	对人民币信贷的直接贡献						1452	1083	867	2731	4231	4465

2.2 货币政策：开年社融表现较好

- 2023年以来，新增社融同比多增，支撑因素在于：
 - 信贷贷款投放强劲：表内宽信用特征明显，企业贷款表现尤为亮眼。
 - 表外融资规模多增：监管政策优化，推动委托信托贷款同比增加；未贴现票据贡献增量；
 - 政府债融资依然前置：一季度政府债净融资2.3万亿，较18年-22年同期均值多增9000亿元左右。
- 拖累因素在于：企业债券融资偏弱，股票融资、外币贷款表现不强。

2023年1-4月新增社会融资规模分项表现



2.2 货币政策：理解信用“总量适度”

- “总量适度”的社融增速可大致定位在“名义GDP增速+2到3个百分点”。2018年全国两会起，我国不再设置全年M2及社融增速目标，改之为“与名义GDP增速相匹配”。2018年至2022年间，我国社融存量的平均增速为10.8%，而名义GDP平均增速为7.9%。
- 按照2023年名义GDP增速6%-7%的预测（假设全年录得5-6%的实际GDP增速，加上1个点左右的GDP平减指数），当前10%的社融增速应足够与之匹配，事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长。

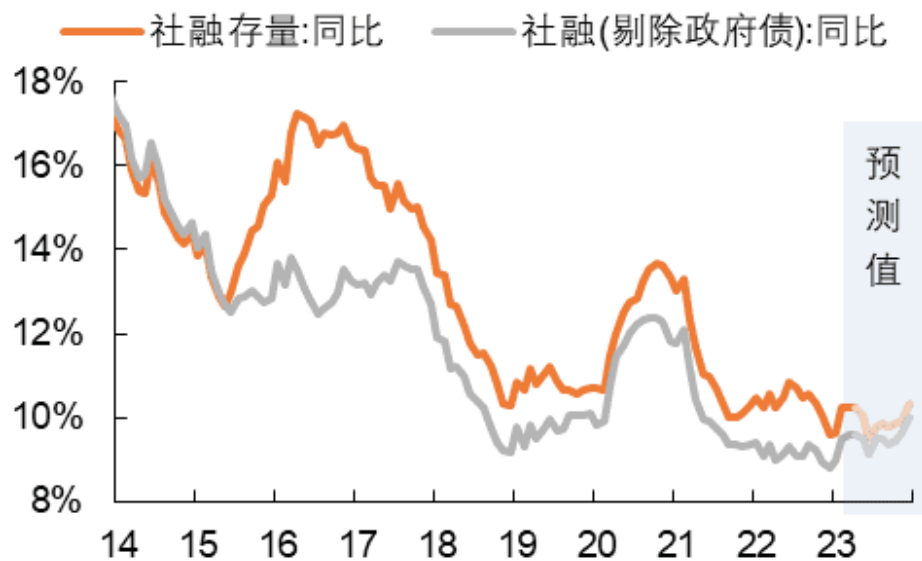
◎ 当前社融对名义GDP的支持已较有力



2.2 货币政策：“稳信用”斜率有限

- 预计2023年全年新增社融约35.5万亿，较2022年同比多增3.5万亿。各分项中，预计企业中长期贷款、企业和居民的短期贷款、表外委托及信托贷款分别多增3.9万亿、0.9万亿、0.4万亿。结合历史季节性规律，预计**2023年5-6月新增社融同比少增，社融增速走弱**（去年二季度政府债融资加速，疫情后表内信贷较快反弹，形成高基数）。下半年社融增速可能震荡上行，年末升至10%以上。
- “稳信用”斜率相对有限，2023年全年社融增速可能运行于10%+-0.5%的区间。

下半年社融增速有望逐步回升



预计企业贷款是新增社融的主要支撑





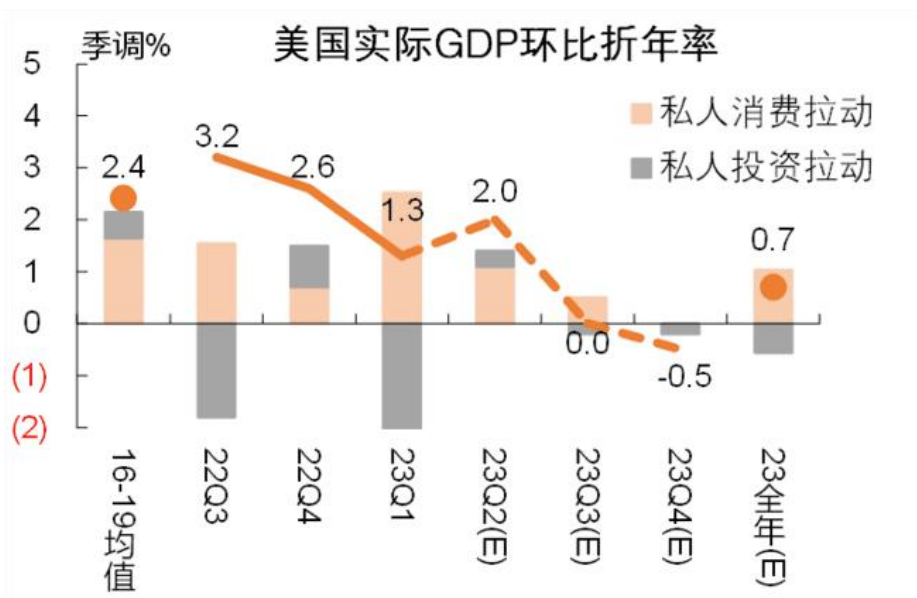
目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

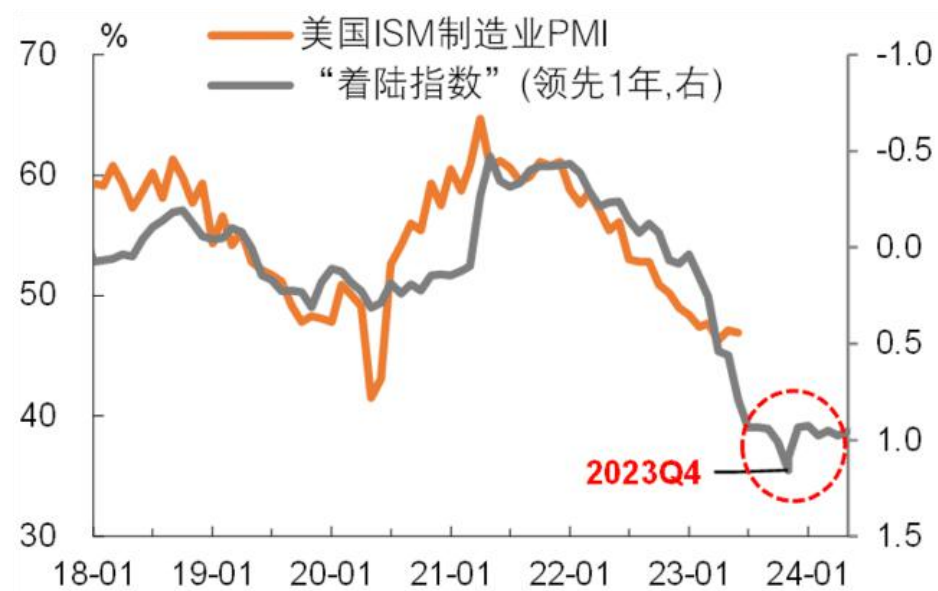
- **美国经济：**上半年美国经济韧性好于年初预期，消费是主要支撑；预计下半年经济进一步放缓，经济低点（环比意义）或在今年四季度；预计全年小幅增长0.7%，属“温和衰退”。

2023年下半年美国经济或继续走弱



注：2023Q2预测参考亚特兰大联储GDPNow模型。

领先性指标预示美国经济环比低点或在Q4

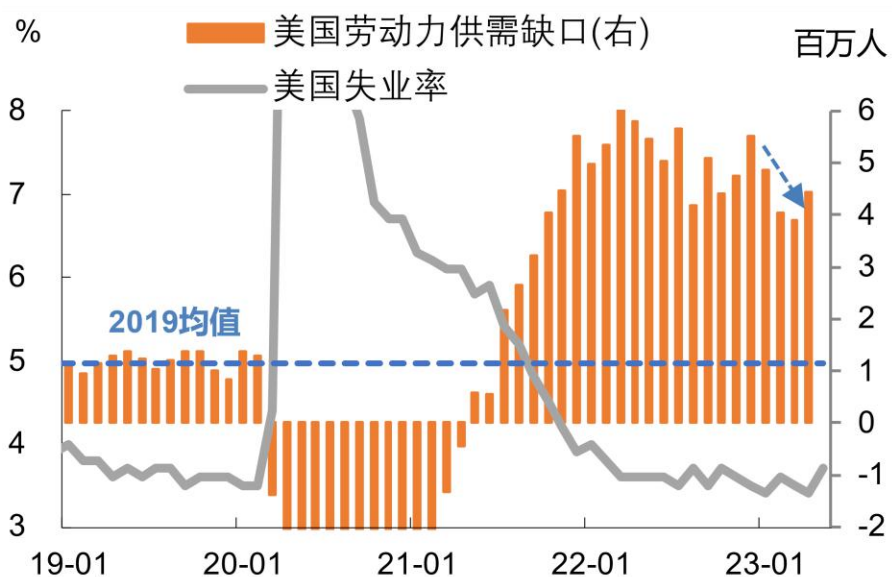


注：“着陆指数”为美国政策利率、美元指数和国际油价三指标合成的领先性指标，与美国制造业PMI有一年左右领先性。

3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

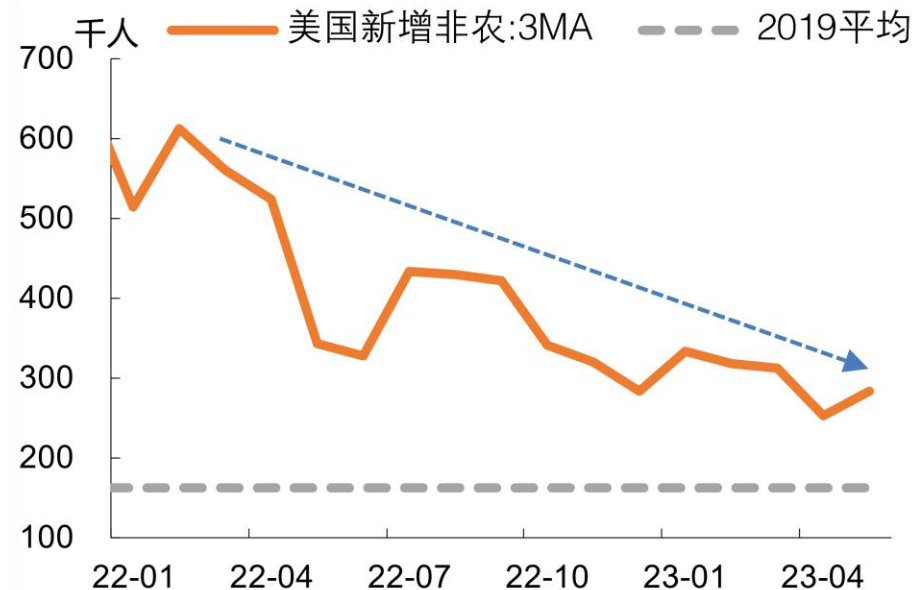
- **美国就业：**就业市场现状仍然“过热”，新增非农和失业率指标好于疫情前；但就业市场降温信号增多，如新增非农趋势下降、职位空缺减少、劳动力“供需缺口”收窄等。

◎ 美国失业率仍低，但供需矛盾有所改善



注：“美国劳动力供需缺口” = (就业人数+职位空缺) - 劳动力人口

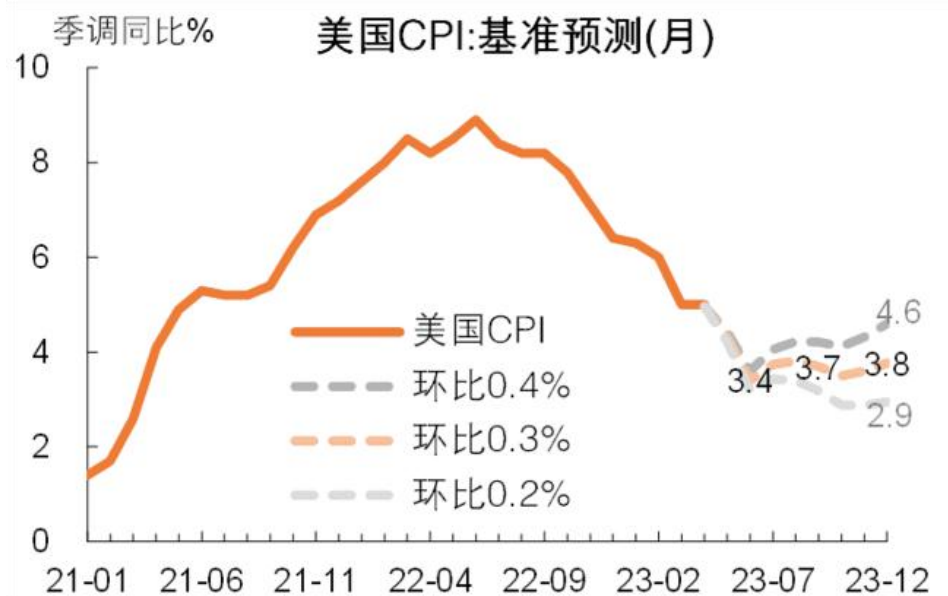
◎ 美国新增非农就业呈下行趋势



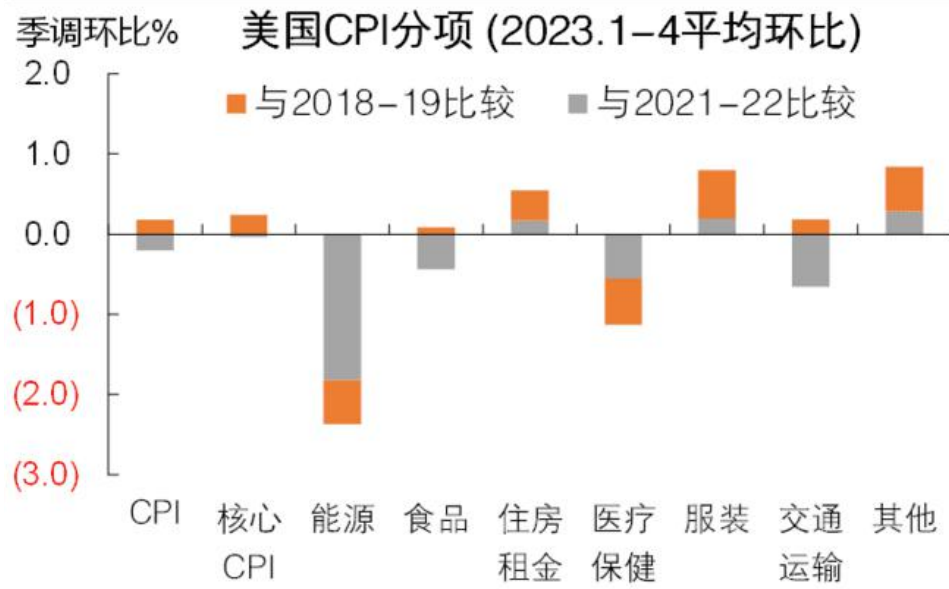
3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

- **美国通胀**：今年1-4月美国CPI环比较2021-22年减缓，但仍高于2018-19年，核心通胀黏性较强；下半年，能源和食品价格趋稳，住房租金等核心服务价格有望降温，预计年末CPI/PCE同比在3.8%/3.0%左右。

◎ 上半年美国通胀较快回落，下半年或企稳



◎ 能源、食品、医疗、交运等通胀改善，但住房租金、服装等核心通胀顽固



3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

- 美国金融条件：今年3-4月地区银行危机敲响金融风险警钟，平衡金融风险在美联储决策中的重要性上升。
- 总结：美国经济、就业、通胀的降温趋势基本确立，且金融风险冒头，美联储接近加息终点；但就业和通胀降温速度较慢，美联储可能维持“充分限制性”利率水平较长时间。

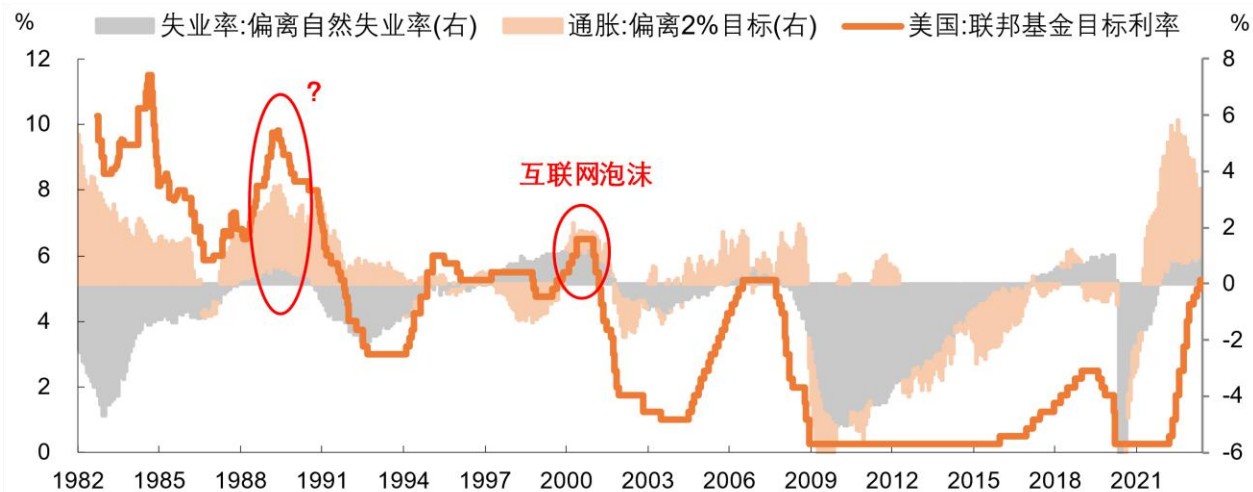
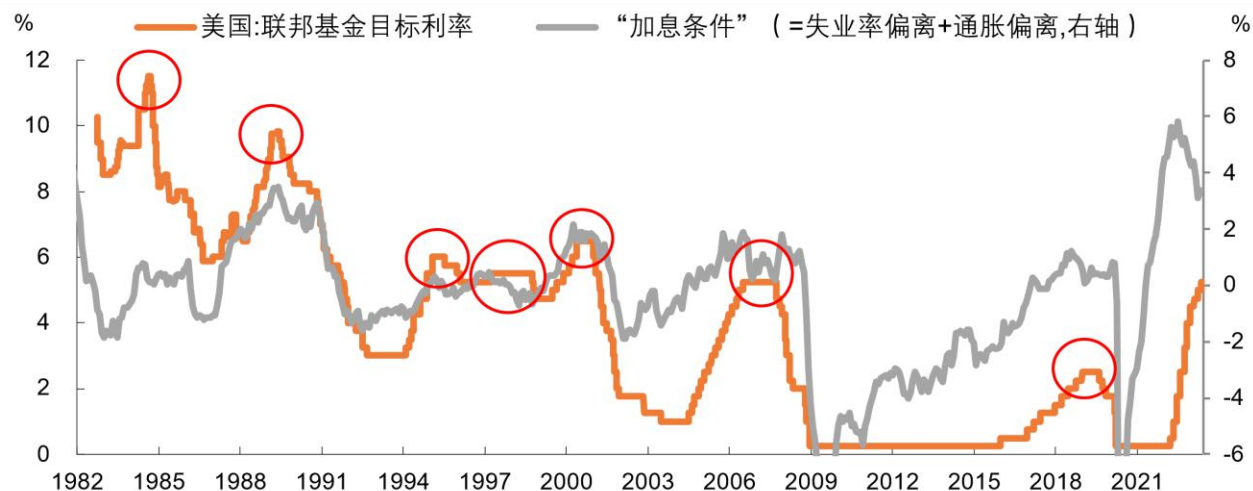
◎ 今年地区银行危机爆发，显著抬升美国金融体系压力



3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

- 美联储利率决策均需平衡就业和通胀。
- 1980年代以来7次停止加息到降息的周期：其中5次的背景是就业或通胀中必有一弱（低于目标），美联储需要平衡双目标而转向。仅有2次的背景是就业和通胀同时强于目标：1989年、2000-01年。
- 2000-01年美国**经济较好**，但**互联网泡沫危机**爆发，金融市场波动迫使美联储转向：当纳斯达克指数距离高点分别回落1/4和1/2时，美联储分别停止加息和降息。

美联储转向通常与就业和通胀目标相关



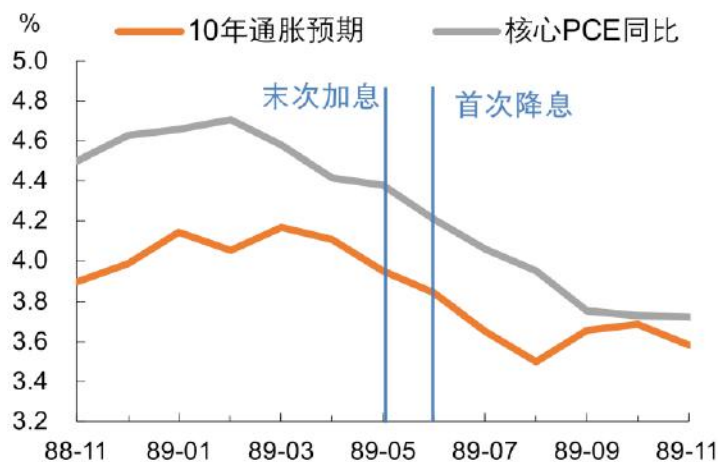
注：“失业率偏离”=自然失业率-失业率；“通胀偏离”=PCE同比-2%

3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

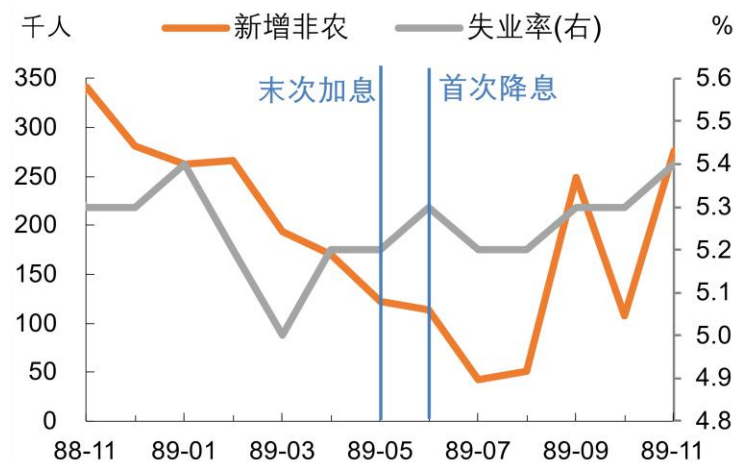
➤ 1989年停止加息和降息的触发因素主要是经济下行信号增多。一些条件与当下较为相似：

- ① 通胀：美联储转向时通胀仍明显高于2%，但通胀及通胀预期已经明显改善；
- ② 经济：未实质衰退，但下行信号增多（就业、PMI、工业指标等）；
- ③ 金融：高利率下的房地产市场首当其冲，伴随大量储贷协会破产，金融风险冒头。

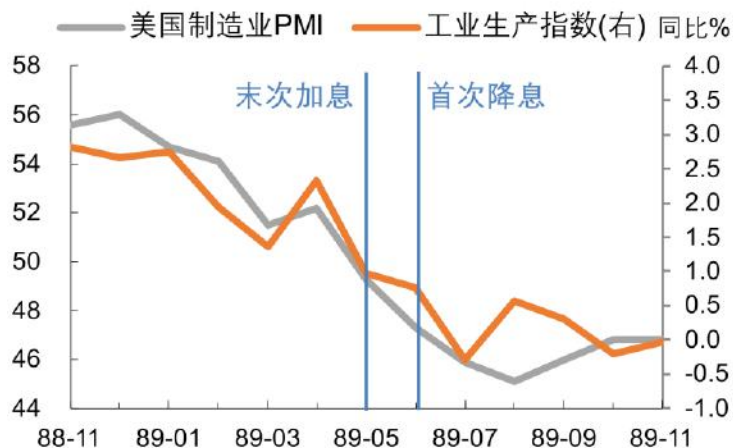
1989年美国通胀和通胀预期改善



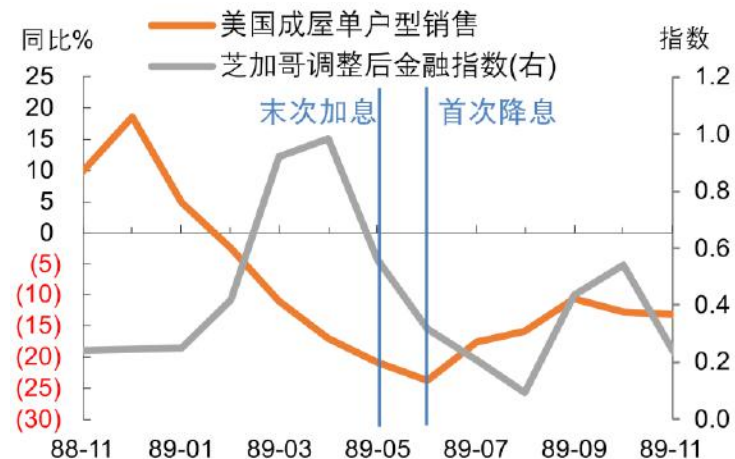
1989年美国就业市场降温



1989年美国制造业和工业走弱



1989年美国地产降温、金融条件收紧



3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

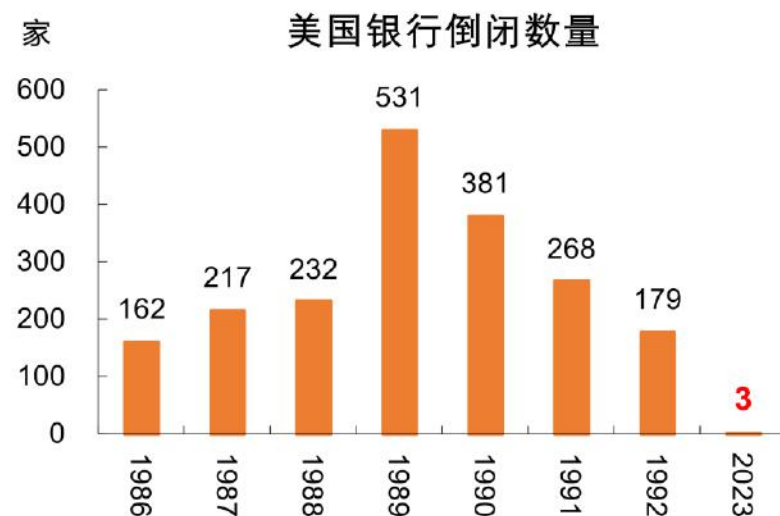
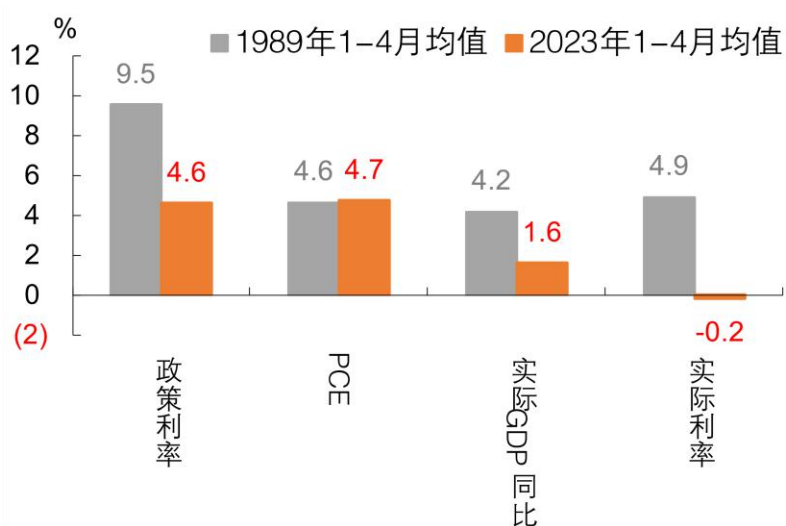
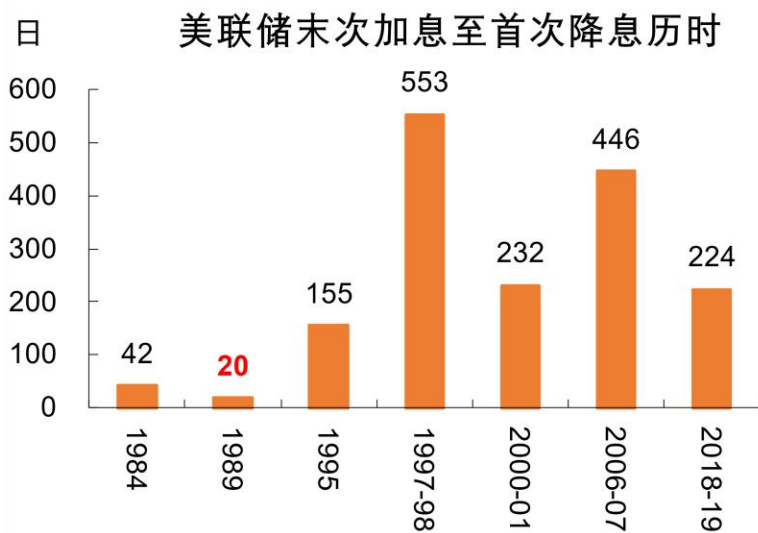
➤ 1989年与当下的不同点：

- ① 政策连续性：1990年以前美联储频繁调整利率，1990年以后政策不轻易转向，“平台期”通常不少于5个月。
- ② 降息空间：1989年名义和实际政策利率水平都很高，美联储更具备“预防性降息”的空间；
- ③ 金融压力：1989年是储贷协会破产高峰期，当时系统性金融风险（包括地产泡沫风险）远高于当下。

🕒 1990年后美国利率“平台期”较长

🕒 当前美国名义和实际利率不够“高”

🕒 当前美国银行危机程度更为有限



注：“实际利率”=政策利率-PCE，因四舍五入加总有出入

3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

■ 结论：

- 1) 历史上，美联储多数停止加息和降息是为了“保就业”或者“防通缩”；当前美国就业和通胀同时偏强，本轮美联储转向的条件会更苛刻。
- 2) 1989年美联储转向的背景与当下可能最为类似。但辩证来看，我们认为本轮美联储会选择“预防性停止加息”，但可能不会“预防性降息”。
- 3) 我们认为本轮美联储末次加息可能在7月，此后需看到经济切实走弱、或出现超预期的金融风险，才会考虑降息，可能的降息节点在今年底或明年初。

3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

■ 海外市场：

- 1980年代以来7轮美国利率“平台期”：美国股债双牛，美元和商品涨跌互现。
- 股债双牛的逻辑在于：美联储刚开始转向时的美国经济通常仍有韧性，而货币政策的转向更能提振股债表现。

◎ 美联储停止加息至首次降息时的大类资产：美股多上涨，美债均走强，美元和商品涨跌互现

	末次加息	首次降息	终端利率(%)	标普500指数(%)	10年美债利率(BP)	美元指数(%)	黄金(%)	原油(%)
1	1984/8/9	1984/9/20	11.50	1.2	-33	6.0	-1.6	0.8
2	1989/5/17	1989/6/6	9.81	2.1	-44	0.6	-1.9	1.6
3	1995/2/1	1995/7/6	6.00	17.8	-161	-7.3	2.4	-6.2
4	1997/3/25	1998/9/29	5.50	32.9	-216	0.4	-15.2	-23.9
5	2000/5/16	2001/1/3	6.50	-8.1	-129	-0.8	-2.7	-5.8
6	2006/6/29	2007/9/18	5.25	19.4	-72	-7.9	20.7	10.9
7	2018/12/20	2019/8/1	2.50	19.7	-89	2.0	14.7	17.6
平均			6.7	12.1	-106	-1.0	2.3	-0.7

3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

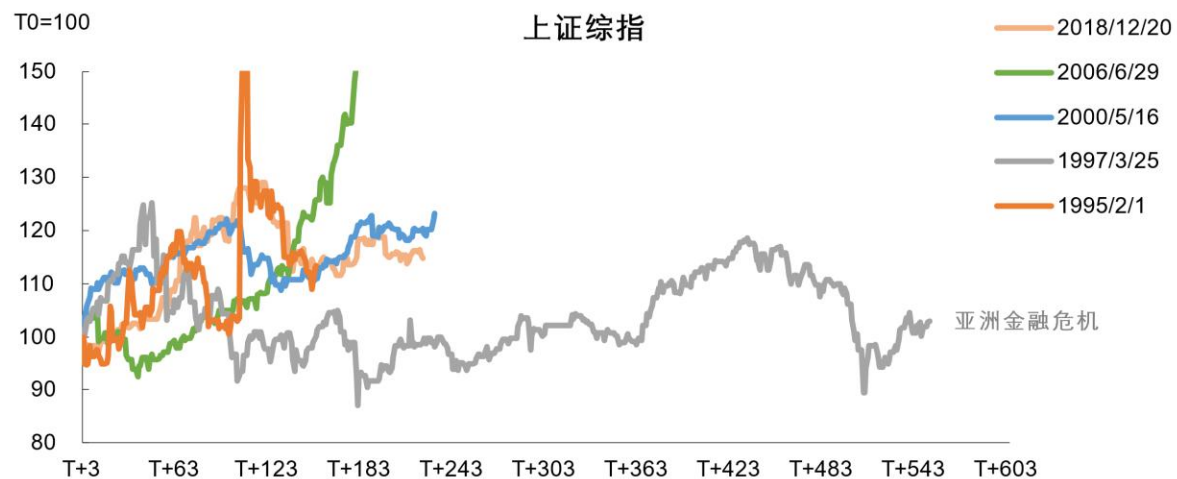
■ 中国市场：

- 1995年以来的5轮美国利率“平台期”：A股多数维持震荡上涨，港股在前3个月普遍上涨。
- 美联储停止加息通常为新兴市场提供良好环境（除非发生重大风险，如1997年亚洲金融危机）。

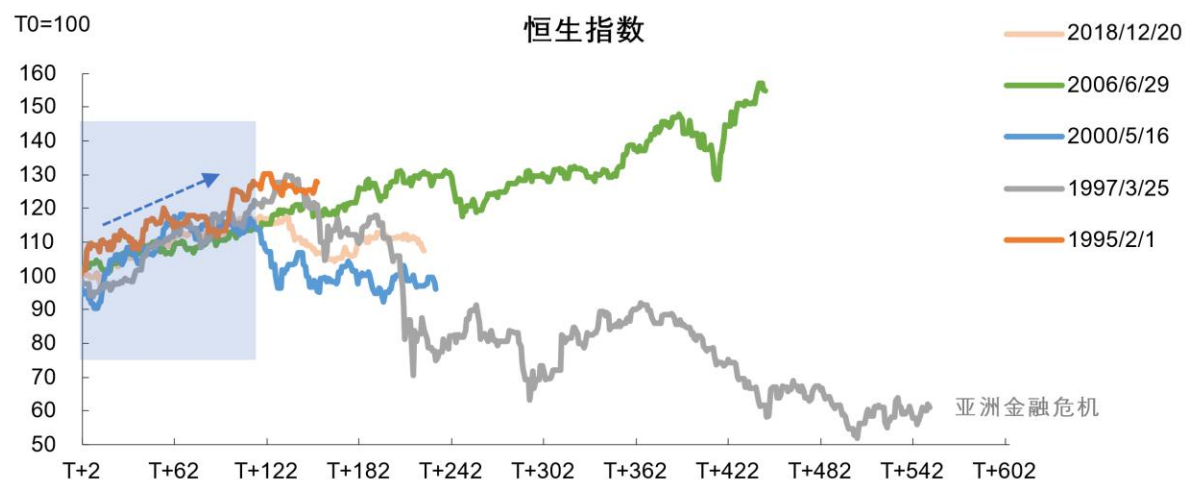
◎ 美国利率“平台期”的A股和港股表现

	末次加息	首次降息	终端利率(%)	上证综指(%)	恒生指数(%)
1	1995/2/1	1995/7/6	6.00	13.4	27.7
2	1997/3/25	1998/9/29	5.50	2.8	-38.9
3	2000/5/16	2001/1/3	6.50	23.2	-3.8
4	2006/6/29	2007/9/18	5.25	224.5	54.9
5	2018/12/20	2019/8/1	2.50	14.7	7.6
平均			6.7	55.7	9.5

◎ 美国利率“平台期”的A股表现



◎ 美国利率“平台期”的港股表现

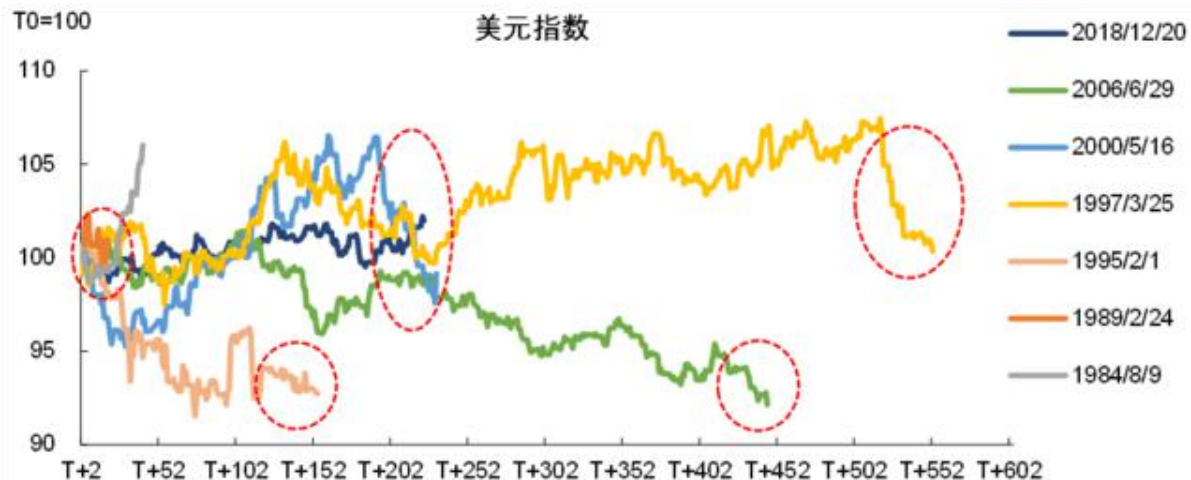


3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

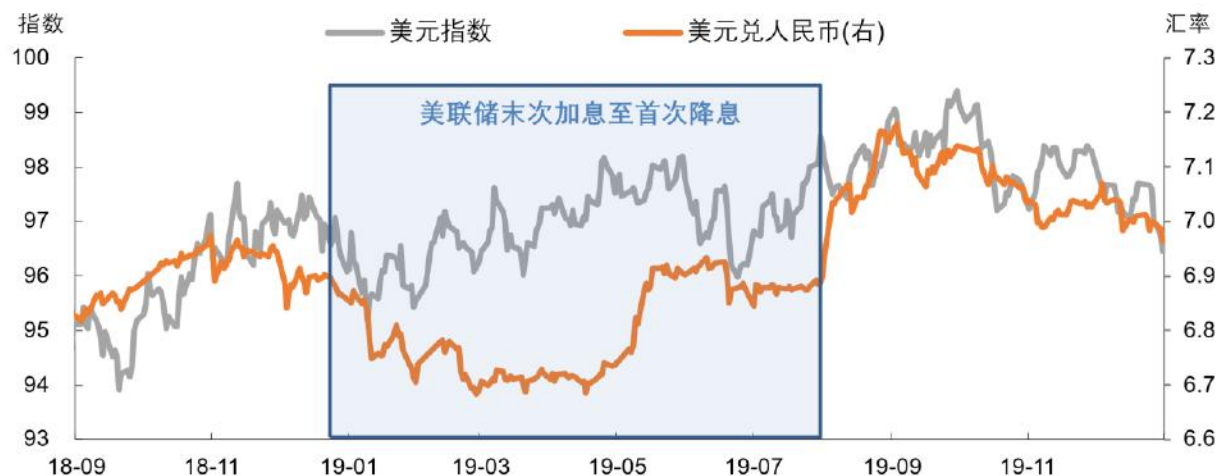
■ 美元指数与人民币汇率：

- 美元指数在停止加息后或将保持韧性，但临近降息前一个月左右可能承压，因市场降息预期提前升温。
- 2015年汇改后仅出现过一轮美国政策利率“平台期”（2018-19年），当时美元指数走强，人民币汇率“先升后贬”主要原因是中美贸易从“休战”到重启。背景还包括：中国货币政策“按兵不动”、贸易顺差上升等有利条件。

◎ 美国利率“平台期”的美元指数：末期承压



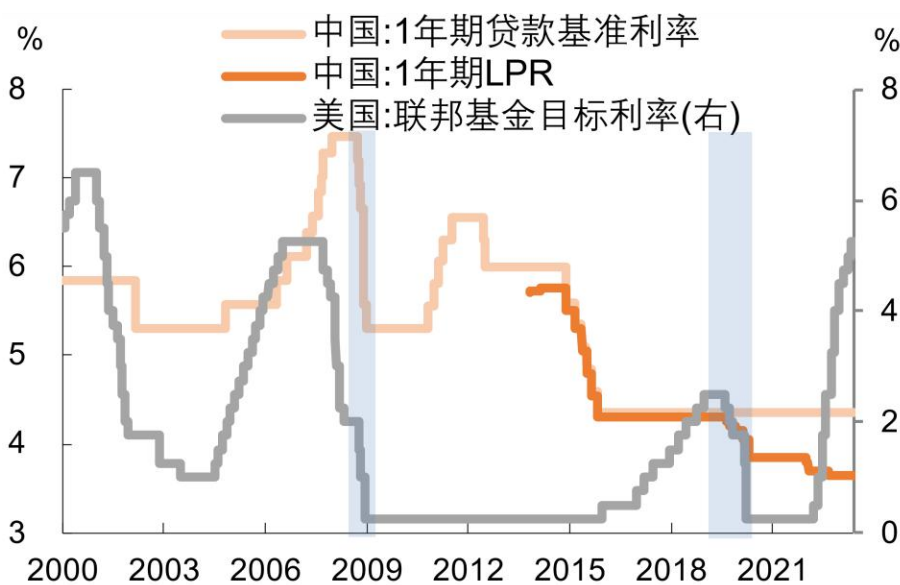
◎ 2018-19年美元及人民币汇率走势：先升后贬



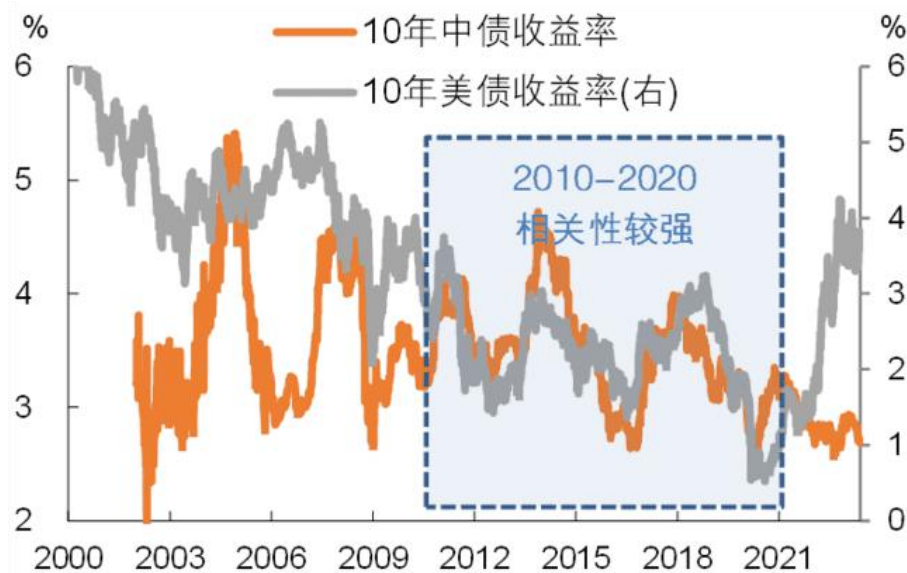
3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

- **我国货币政策：整体“以我为主”**。只有发生国际经济金融风险（如2008年、2020年），或者恰好中美经济周期同时下行（如2019年），中美货币政策才会同时宽松。
- 不过，**2010-2020年中美国债利率的相关性较强**。一是，中美经济通过贸易渠道产生联动效应；二是，美联储政策松紧客观上会影响国内货币政策空间。因此，**美联储政策转松后，我国货币政策宽松的约束有望下降**。

◎ 中美政策利率走势较为独立



◎ 2010-2020年中美国债利率的相关性较强





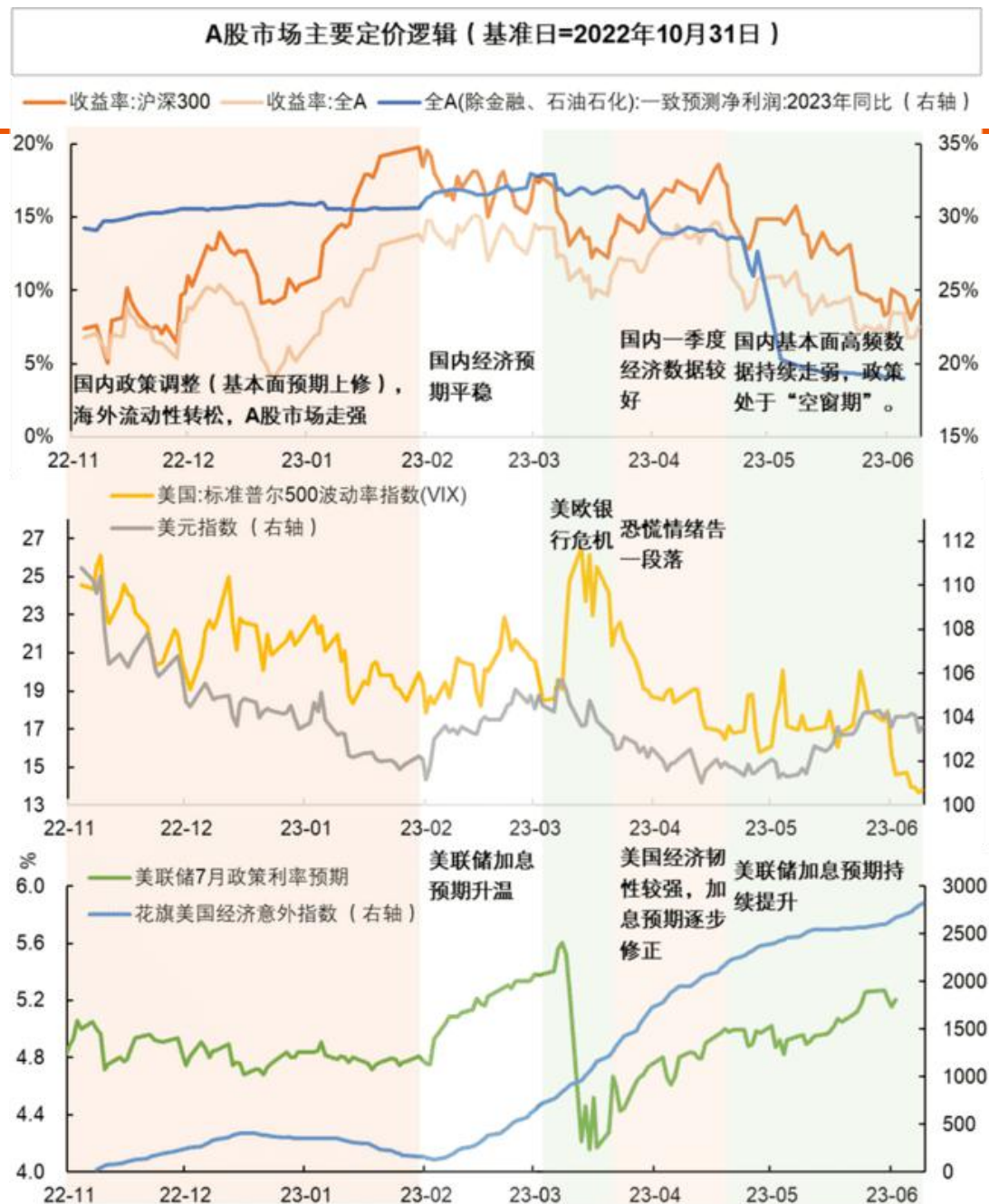
目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

4.1 股票市场：基本面预期有波动

■ A股行情围绕两条定价主线展开

- 国内基本面运行与“稳增长”政策预期
- 海外风险偏好与全球流动性环境
- **2022年11月-2023年1月**：海外流动性转松，国内政策调整（基本面预期上修），A股走强；
- **2023年2月**：国内基本面预期平稳，海外加息预期升温，A股震荡；
- **2023年3月**：美国地区银行业危机演绎，冲击全球风险偏好，A股呈浅“V”型走势；
- **2023年4月中旬-5月**：海外经济韧性较强、加息预期不断升温，国内“强预期”遭遇“弱现实”，基本面预期较快下修，A股调整。



4.1 股票市场：定价逻辑如何演绎？

■ 下半年股票市场两条定价逻辑的演绎

➤ 国内：宏观政策可能加码，但“强刺激”概率不高。

- 如无增量政策，基本面预期可能继续下修；
- 如有增量政策力度符合预期，基本面预期平稳；
- 如增量政策超预期，基本面预期大幅上修。

➤ 海外：预计年内停止加息，但降息存在一定难度。

- 美联储7月议息会议后继续加息1-2次；
- 美联储7月停止加息，但年内不降息；
- 美联储7月停止加息，且年内降息1-2次。

■ 我们倾向于认为，下半年国内基本面可能维持弱复苏，美联储年内停止加息几成定论。平稳盈利驱动下，股市上行幅度可能不高，但小盘成长风格有望阶段走强。

■ “ChatGPT”与“中特估”如何权衡？

- 若国内“稳增长”政策力度超预期，“中特估”更具上涨空间。
- 若海外货币政策超预期转松、或国内政策利率调降，TMT板块更为受益。

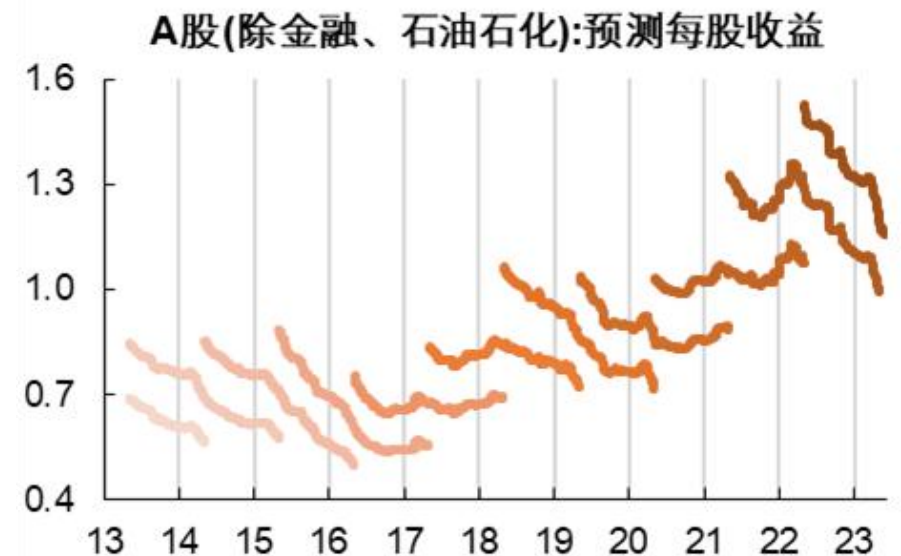
4.1 股票市场：风险溢价是否过高？

- 展望下半年，盈利改善潜力有限，风险溢价修复或将更多依靠估值的抬升，把握结构性行情尤为关键。
- 当前A股相比无风险利率的比价处于历史中高水平，高于2005年以来74%的历史区间。拆分看，主因无风险利率处历史低位（十年期国债利率低于98%的历史区间），市场估值处于中性位置（市盈率高于46%的历史区间）；
- 年初以来，分析师对A股市场每股盈利预测下修近四成。但从规模以上工业企业数据看，企业需求不足、库存高企，产品多有降价促销，年内PPI增速可能持续处于负值区间，盈利预测存在进一步下修的可能性。

◎ A股相比债券的性价比处于历史中高水平



◎ 2023年以来盈利预测下修的幅度较大



4.1 股票市场：把握结构性行情

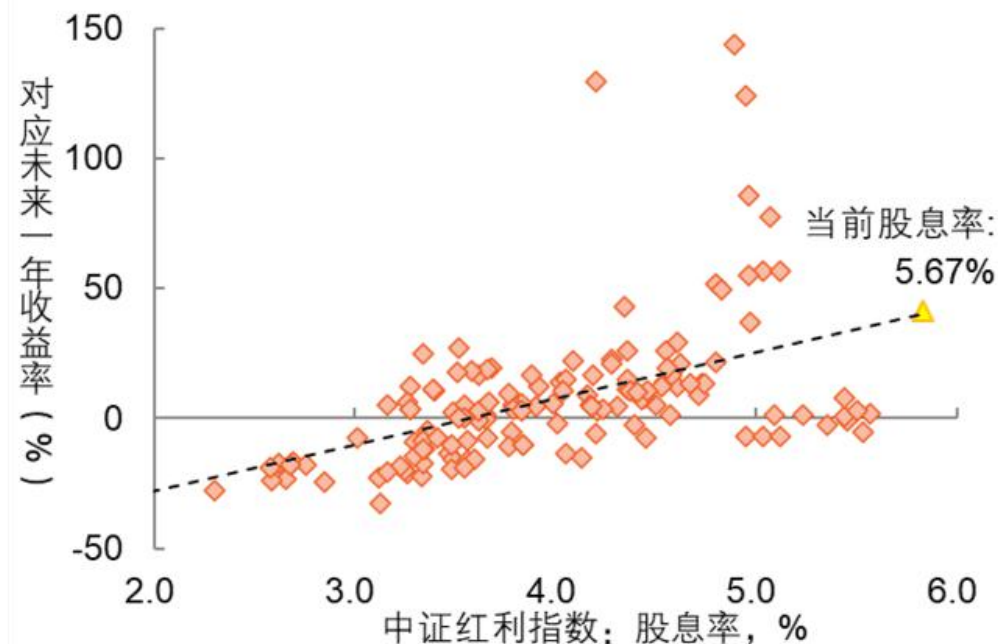
■ “央国企”价值重估，高股息板块中长期收益更为稳健

- 在国债利率中枢下行背景下，高股息板块相对价值凸显，中证红利股息率吸引力较强。
- 中国特色估值体系逐渐深入人心，国企改革被寄予厚望，且多属低估值、稳定板块。

◎ 沪深300指数股息率与10年期国债利率基本相当



◎ 中证红利板块股息率更具吸引力



4.1 股票市场：把握结构性行情

■ 半导体与数字经济，将迎拐点或补涨

- 半导体景气周期拐点临近：从时间和当前位置推算，全球半导体周期有望于今年三季度至四季度迎来拐点。
- ChatGPT打开AI应用端想象空间，海外市场风险偏好已先行提升。费城半导体指数和中国台湾半导体指数年初以来（截至6月2日）涨幅分别为38.3%、25.7%，二者与A股半导体指数的中长期走势高度一致。但A股半导体指数年初以来涨幅仅有4.4%，存在补涨空间。

◎ 全球半导体景气周期往往共振，目前已近拐点



4.1 股票市场：把握结构性行情

- 下半年海内外流动性宽松可能共振，成长股对其变化更为敏感。
 - 美联储年内将停止加息，年末存在降息的可能性；
 - 国内流动性环境将维持“合理充裕”，下半年大概率有一次降准，且不排除政策利率调降的可能性。

国内“宽货币”有助于创业板走强



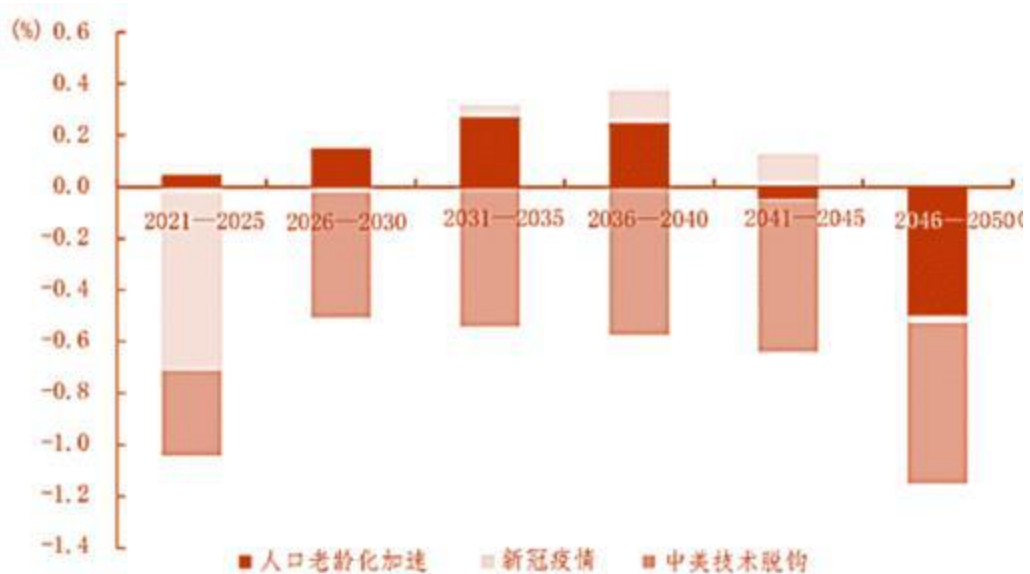
申万半导体指数市盈率与美债利率负相关



4.2 债券市场：长端利率能否向下突破？

- 债市对基本面走弱的定价告一段落，近一个月十年期国债利率在**2.7%附近窄幅震荡**。目前市场主要存在三方面忧虑：稳增长政策会否加码；汇率破“7”会否掣肘货币宽松；利率低位下“债灾”会否重现。
- 受“三大新因素”影响，我国GDP潜在增速中枢下移，国债利率波动中枢亦将随之下修。我们认为，在货币宽松和配置力量的支撑下，下半年10年国债利率仍有望阶段性下行至**2.6%左右**。

“三大新因素”对我国潜在GDP增速的影响



据张晓晶（2023）测算，“十四五”时期，“三大新因素”导致中国潜在经济增长率下降1个百分点，其中新冠疫情贡献约0.7个百分点，中美技术脱钩贡献约0.3个百分点，人口老龄化影响很小

财政政策和地产政策“强刺激”可能性不大。稳增长“托而不举”，较难引发市场恐慌。

我国货币政策“以我为主”，且目前美联储加息已行至尾声。

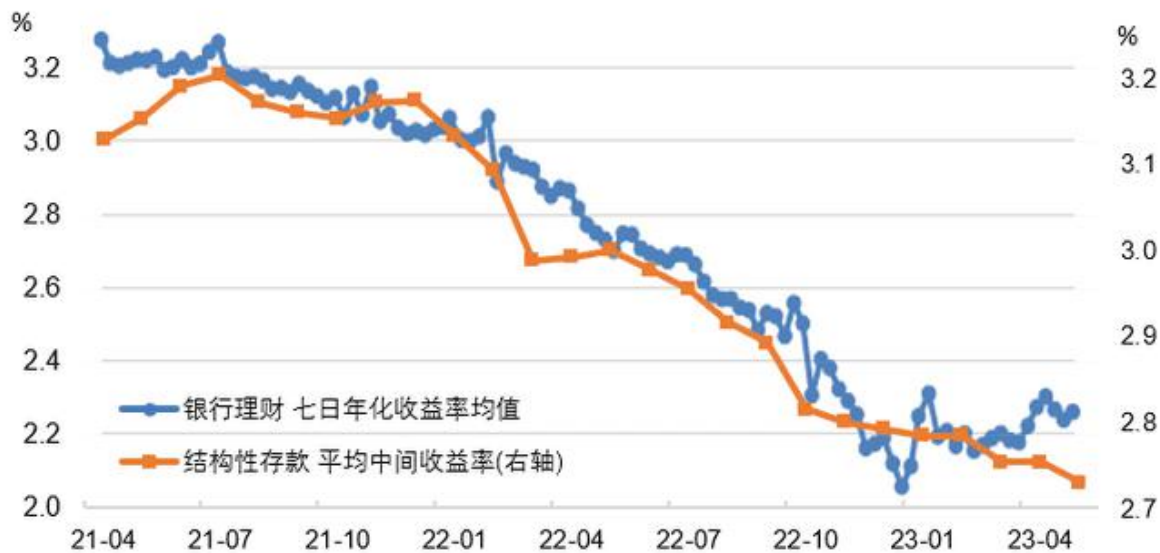
在强调宏观政策配合和金融稳定的当下，货币政策需保持宽松的流动性环境，维持实际利率在相对低位，下半年MLF利率调降仍有可能。

“混合估值法”理财产品已逐步推广，债券市场“反脆弱性”强于去年；市场具备学习效应，“踩踏式”卖出难以重现。

4.2 债券配置力量：银行理财

- 银行理财再次成为债券市场的重要买入力量。
 - 2022年11月债市出现“踩踏”，理财赎回形成“负反馈”。据《中国银行业理财市场年度报告》，2022年底银行理财市场存续规模27.65万亿元，较年初下降4.66%。
 - 2023年春节后，理财产品收益率止跌回升，而存款开始“降息”，居民存款向银行理财回流。
- 展望2023年下半年，存款利率调降将会继续，若居民消费倾向无较强改善，理财资金债市配置逻辑不改。

◎ 代表性现金管理类理财产品7日年化收益率



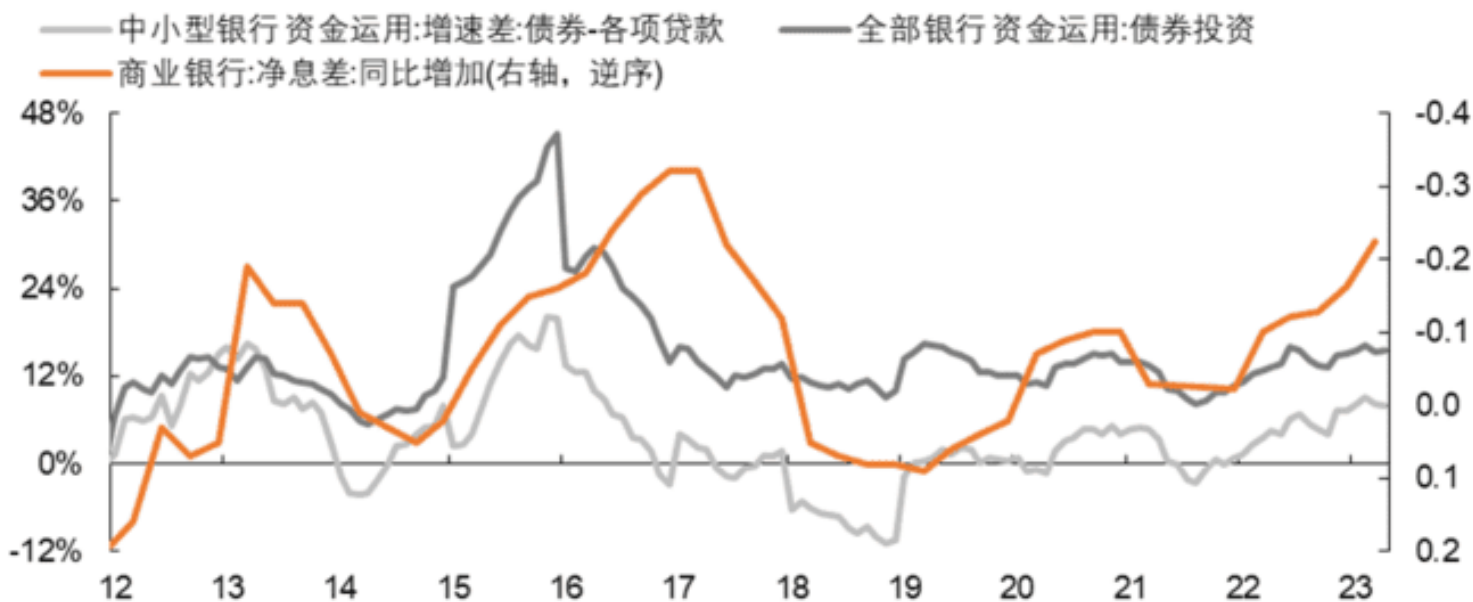
◎ 银行理财持续增配债券



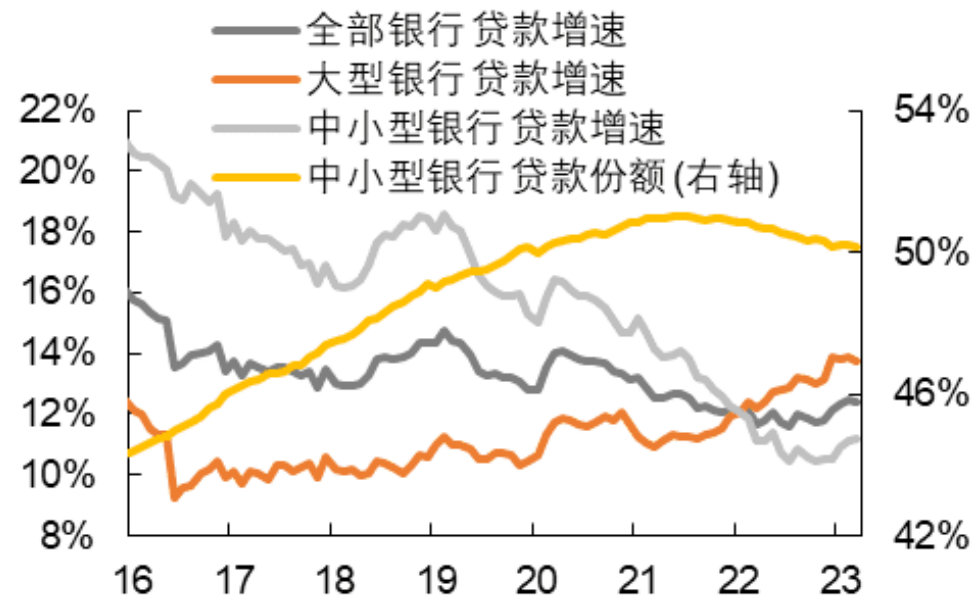
4.2 债券配置力量：银行自营

- “放贷”越来越不赚钱，银行自营资金倾向于更多配置债券资产。
- 大型银行具备规模优势，负债成本更低，2022年以来贷款增速总体偏弱，但大行逆势扩张，增速反超中小行。
- 中小银行净息差压降压力更大，资产配置调整尤为明显。截至2023年4月，投向债券资产的资金同比增速为19.1%，较其发放贷款的增速高近8个百分点。

◎ 2019年以来，商业银行贷款净息差大幅压降，债券配置需求增加



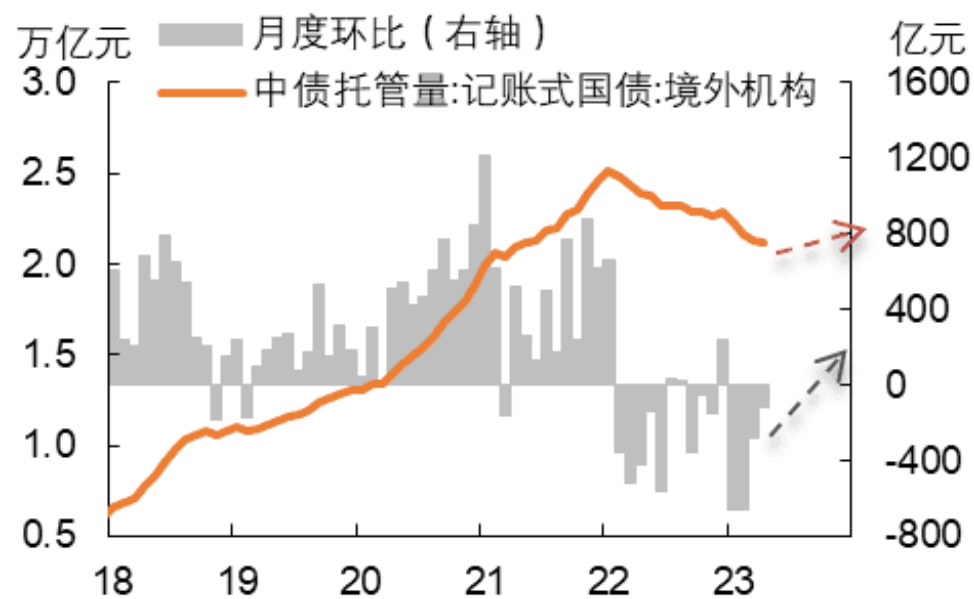
◎ 中小行贷款投放的份额逐步下行



4.2 债券配置力量：境外机构

- 美联储停止加息后，中美利差将进一步收窄，人民币资产吸引力上升，外资可能转而增持中国债券。

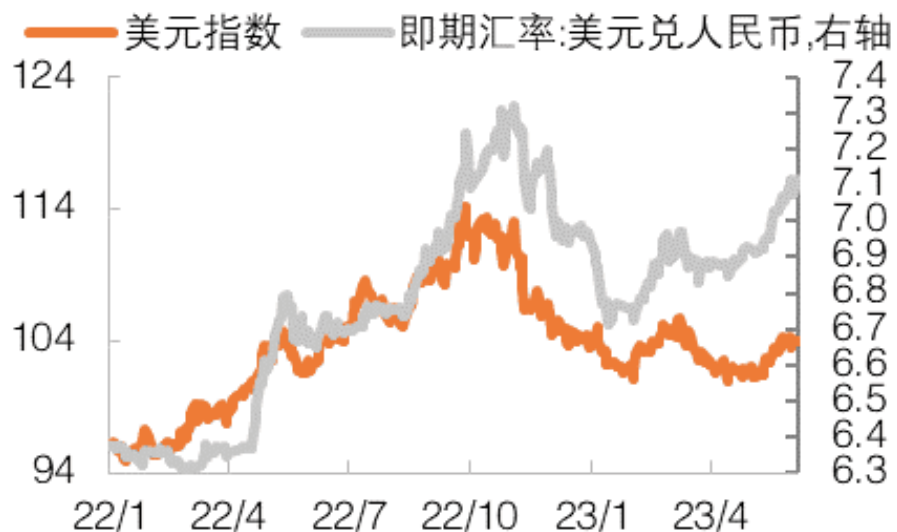
◎ 中美利差趋于收窄，外资减持国债步伐放缓，下半年有望逐步增持人民币债券



4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 本轮人民币汇率破“7”，与去年11-12月疫情达峰期间的情形相似。
- 4月以来，美元指数先跌后涨，但人民币对一篮子货币汇率持续走跌，已向去年11-12月的低点靠近。人民币汇率未随美元下跌而升值、但随美元反弹而大幅贬值，主要反映了对中国经济趋谨慎的看法。
- 4月以来，在此前通胀数据低迷引发担忧情况下，国内高频增长数据出现转弱迹象，加之所公布的一季度经济数据反映经济复苏结构不均，使得市场对经济复苏的预期迅速减温。

◎ 4月以来人民币相对美元持续弱勢

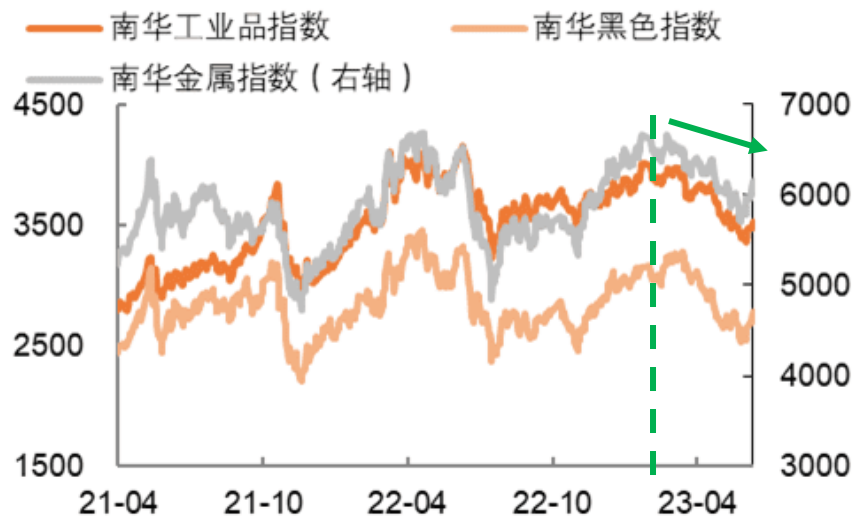
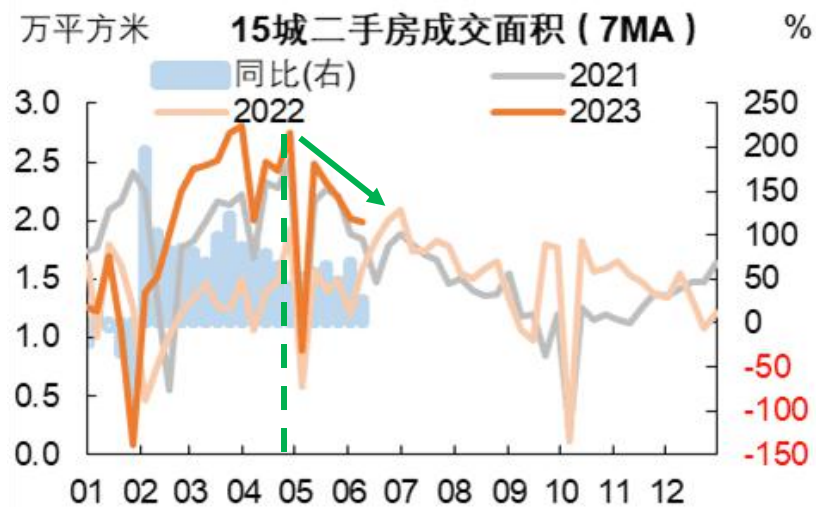
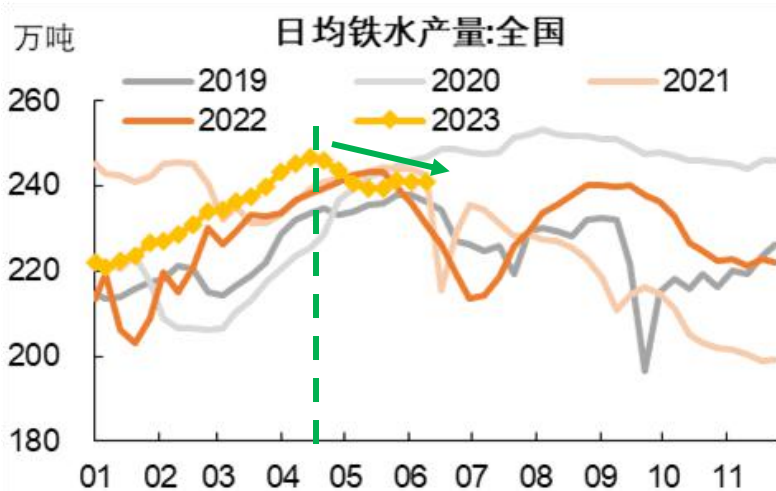
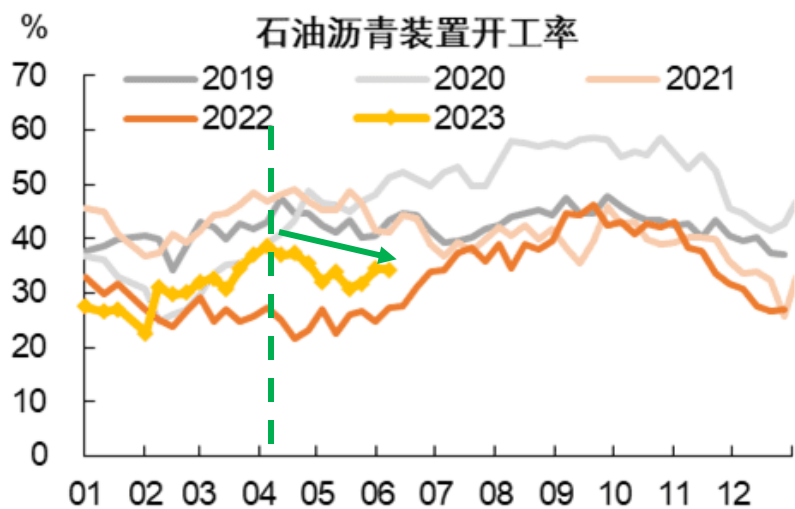


◎ 人民币相对一篮子货币水平向去年12月初靠近



4.3 人民币汇率：破“7”无妨

➤ 国内高频增长数据在4月普遍出现拐点。



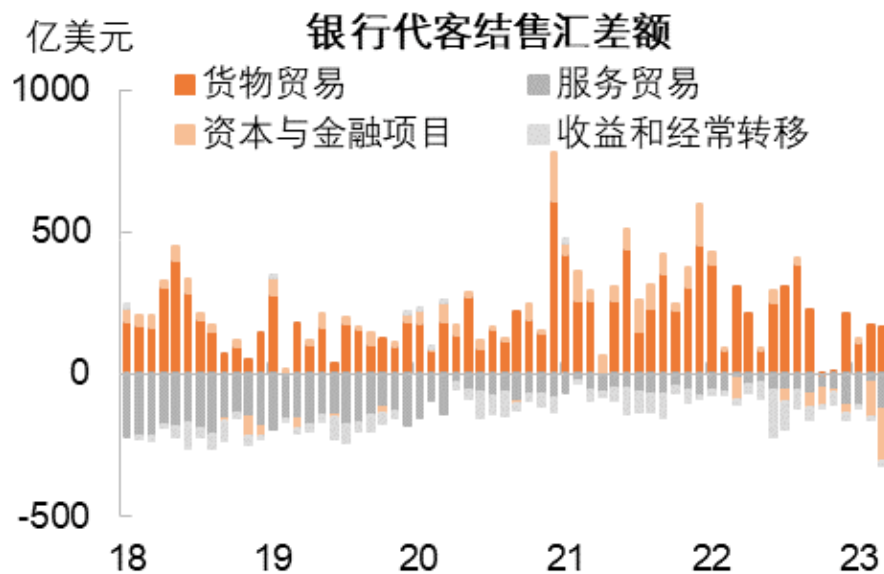
◎ 2023年以来国股行半年期票据转贴现利率走势 (单位: %)



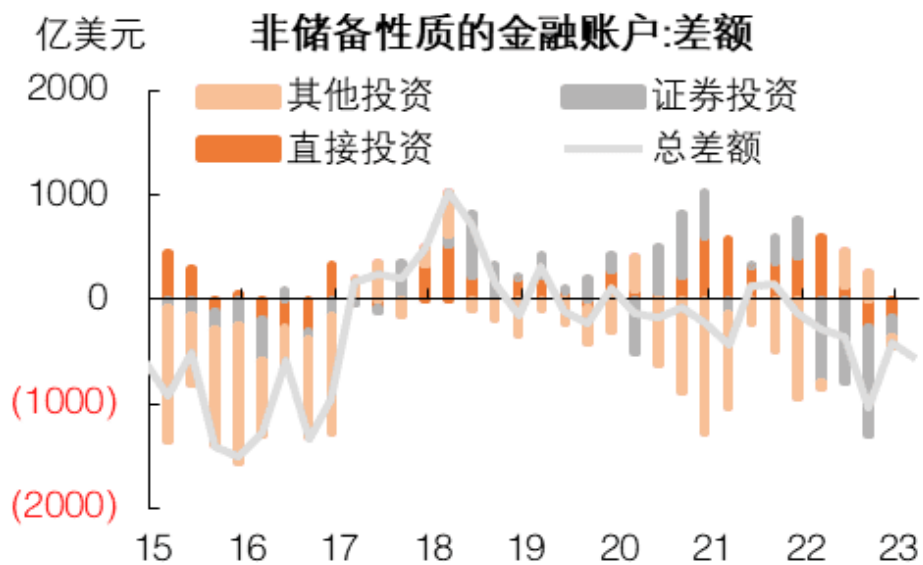
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 上半年中国出口超预期增长，为中国国际收支提供了稳定性力量，但金融账户下的资本外流压力不减。
- 今年2月以来，中国金融账户下的结售汇逆差幅度扩大。
- 事实上，去年二季度以来金融账户下的证券投资项目就转为大额净流出，去年四季度金融账户下的证券投资、其它投资、直接投资三项全部转为逆差，为2016年三季度以来首次。不过，去年四季度证券投资逆差出现收窄，体现了外资对防疫放开后中国经济前景的预期改善。

◎ 2月以来资本与金融项下结售汇大额逆差



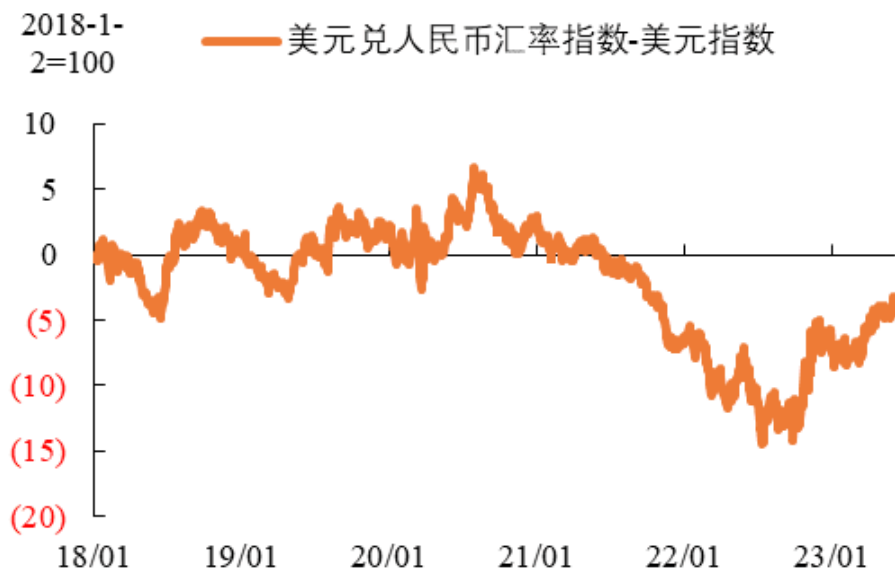
◎ 去年以来金融账户逆差就已显著拉大



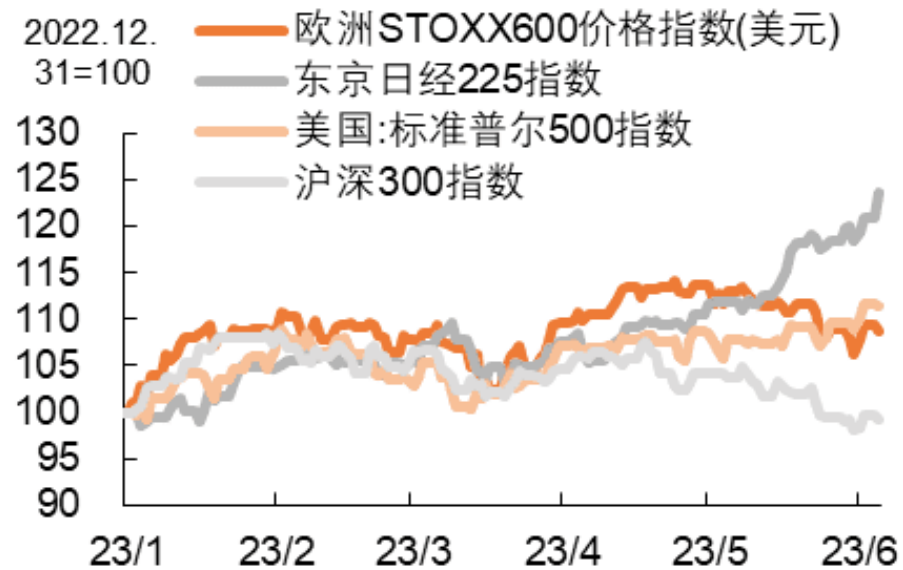
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 今年以来中美博弈形势的演变也助推了人民币汇率贬值。
- 以美元兑人民币汇率和美元指数的相对走势来看，去年10月8日拜登政府公布一项前所未有的出口管制，明确要求“限制中国开发超级计算机和先进半导体产业的能力”，是当时人民币大幅贬值破7的重要原因。
- 今年以来，美日韩荷在芯片出口限制上“抱团”，导致中美博弈局势进一步收紧。

◎ 去年10月以来中美围绕芯片的博弈收紧



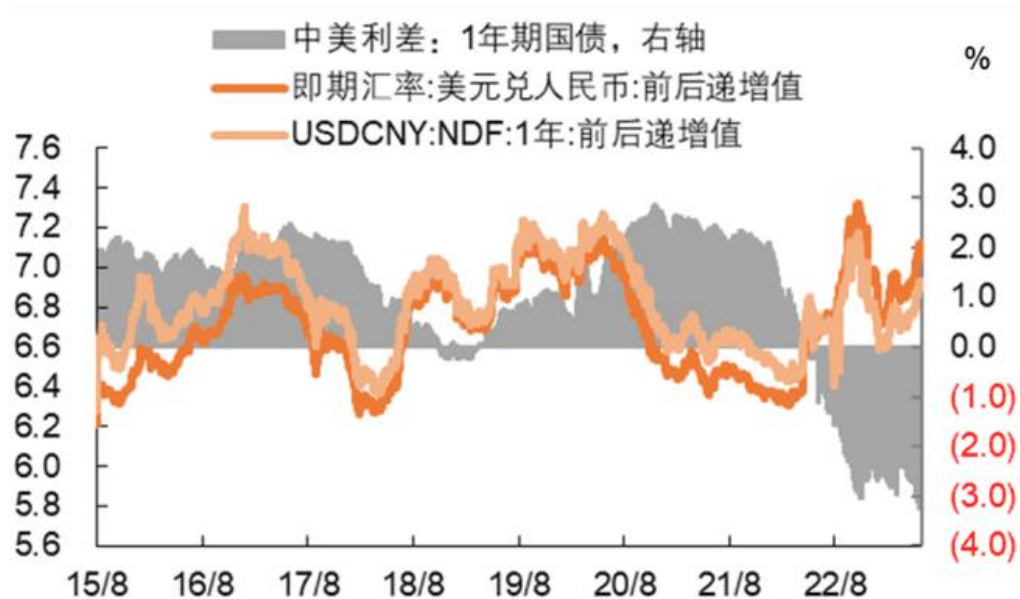
◎ 4月中下旬以来日本股市大涨



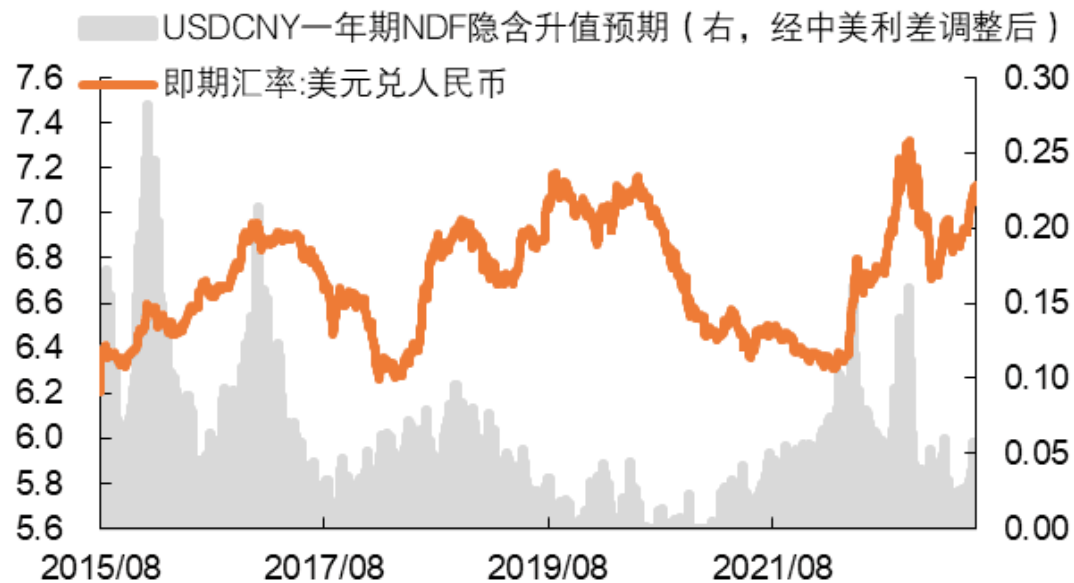
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 监管出面安抚市场情绪，并未形成人民币贬值的“羊群效应”。
 - 去年中美利差拉大也助推了人民币汇率贬值，但节奏上还是遵从于中国经济走势和中美博弈形势。
 - 今年以来中美利差仍保持倒挂，但经中美利差调整的外汇市场远期价格并未反映贬值预期有大幅抬升，这不同于去年人民币破“7”时的情境。5月18日中国外汇市场指导委员会2023年第一次会议召开，会议指出“必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作”。

去年中美利差拉大助推了人民币贬值



外汇远期市场隐含的人民币贬值预期并未大幅抬升

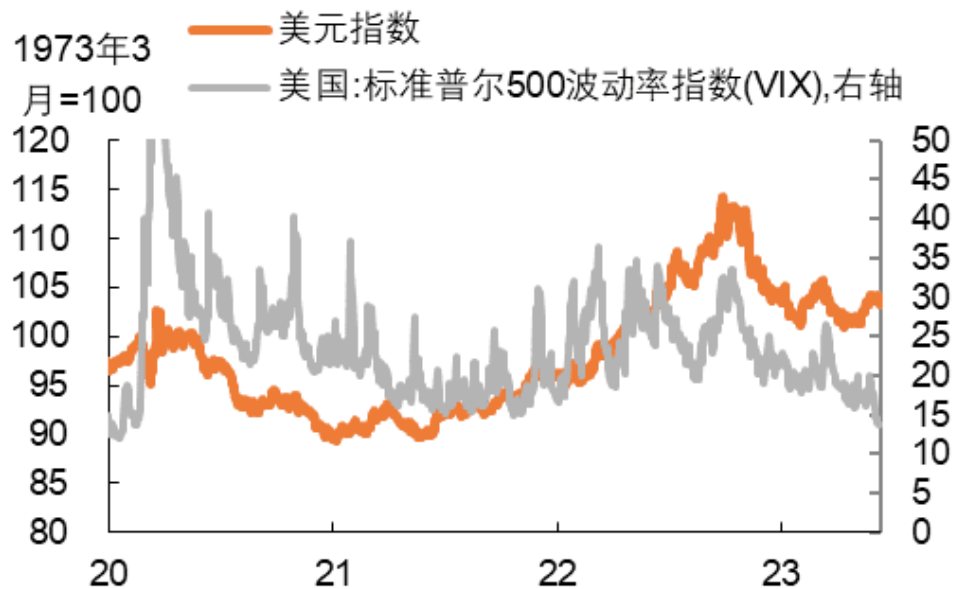


4.3 人民币汇率：破“7”无妨

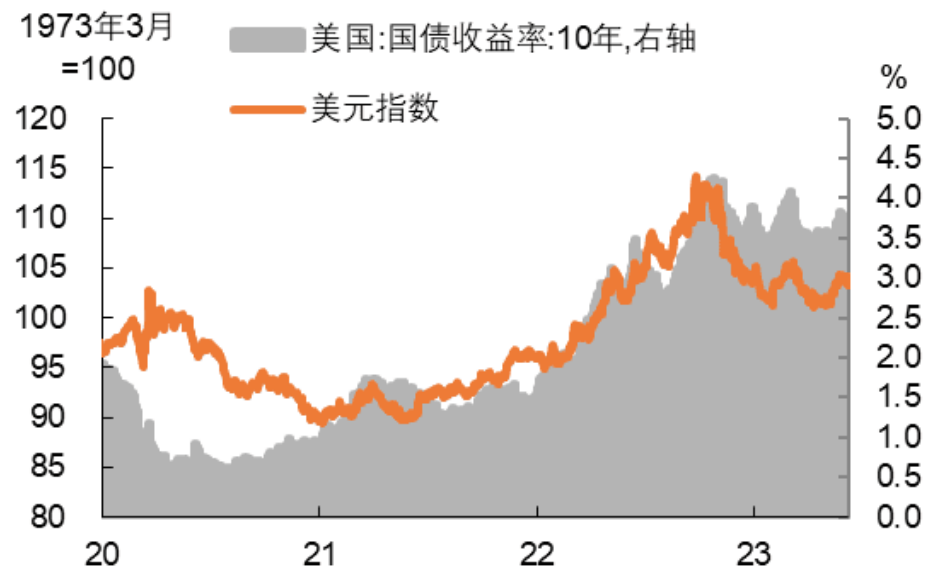
■ 下半年人民币汇率有望在震荡中回升。

- 疫情以来美元指数与三个指标相关性较高：一是VIX指数，避险属性驱动美元攀升；二是美债利率，美联储加息、美国经济高景气推升美元指数；三是美欧经济差异，美国经济的相对表现优异决定美元指数上行。
- 下半年美元指数运行中枢有望下移。目前海外风险事件在地区银行危机后回归平静；下半年随着美联储停止加息，美债利率下行空间有望打开；随着美国经济放缓，美国经济“一枝独秀”的程度下降。

◎ 相关性1：疫情以来美元指数走势充分体现
避险属性



◎ 相关性2：疫情以来美元指数与美债利率
同步性较高



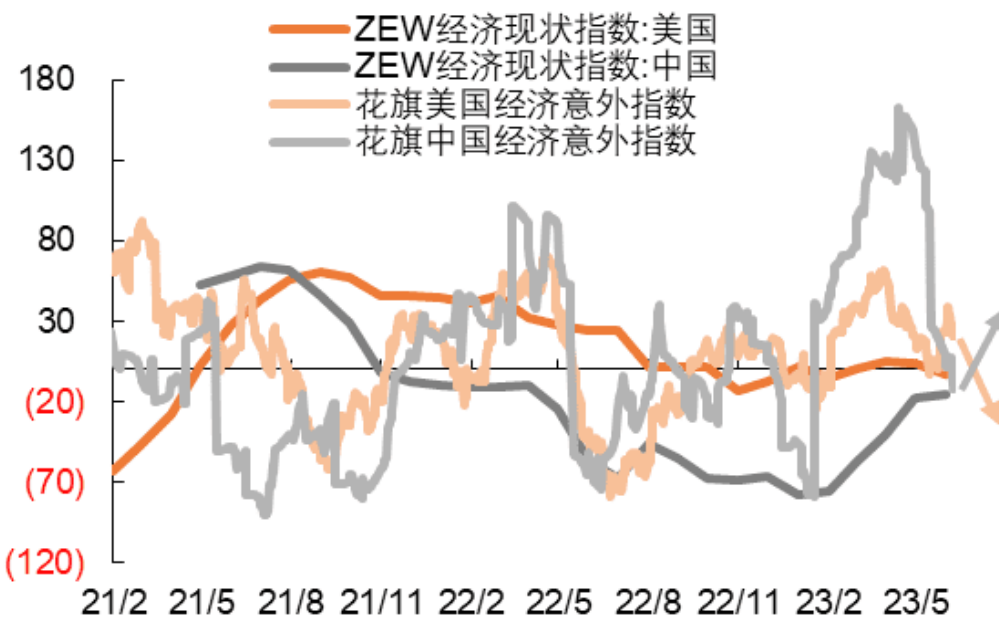
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 当前美元指数的韧性主要来源于美国经济表现超预期。上半年美欧经济景气差异缩小已经带动美元指数从高点回落。年初以来人民币汇率走贬也是对“美国经济韧性强于预期、中国经济复苏不及预期”的反映。
- 下半年若中国政策加码带动中国经济复苏预期向好，而美国经济衰退预期强化，则有望促使人民币汇率回升。

◎ 相关性3：美元指数与美欧经济景气差异的相关性较好



◎ 美国经济衰退、中国经济复苏的大方向没变



风险提示

- 国内货币政策力度不及预期，以及“稳增长”的效果不及预期；
- 国内财政政策力度不及预期，地方政府债务负担及风险超预期；
- 海外经济金融环境超预期恶化，对我国出口以及金融市场产生波及；
- 国际地缘风险超预期，对我国经济复苏与金融市场产生额外压力等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。



产业报告库

星主: 白雪歌

产业分析报告 行业分析报告
金融经济评论 加入就每天看

 知识星球

微信扫描预览星球详情



寻找更多报告文件就来这里吧

金融、投行、投资、炒股、做生意、做产业研究都需要

构建现代化产业体系和中国特色估值体系

——2023年下半年A股市场展望

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001

张亚婕 投资咨询资格编号：S1060517110001

郝思婧 投资咨询资格编号：S1060519090003

研究助理

蒋炯楠 一般从业资格编号：S1060122120026

2023年6月12日

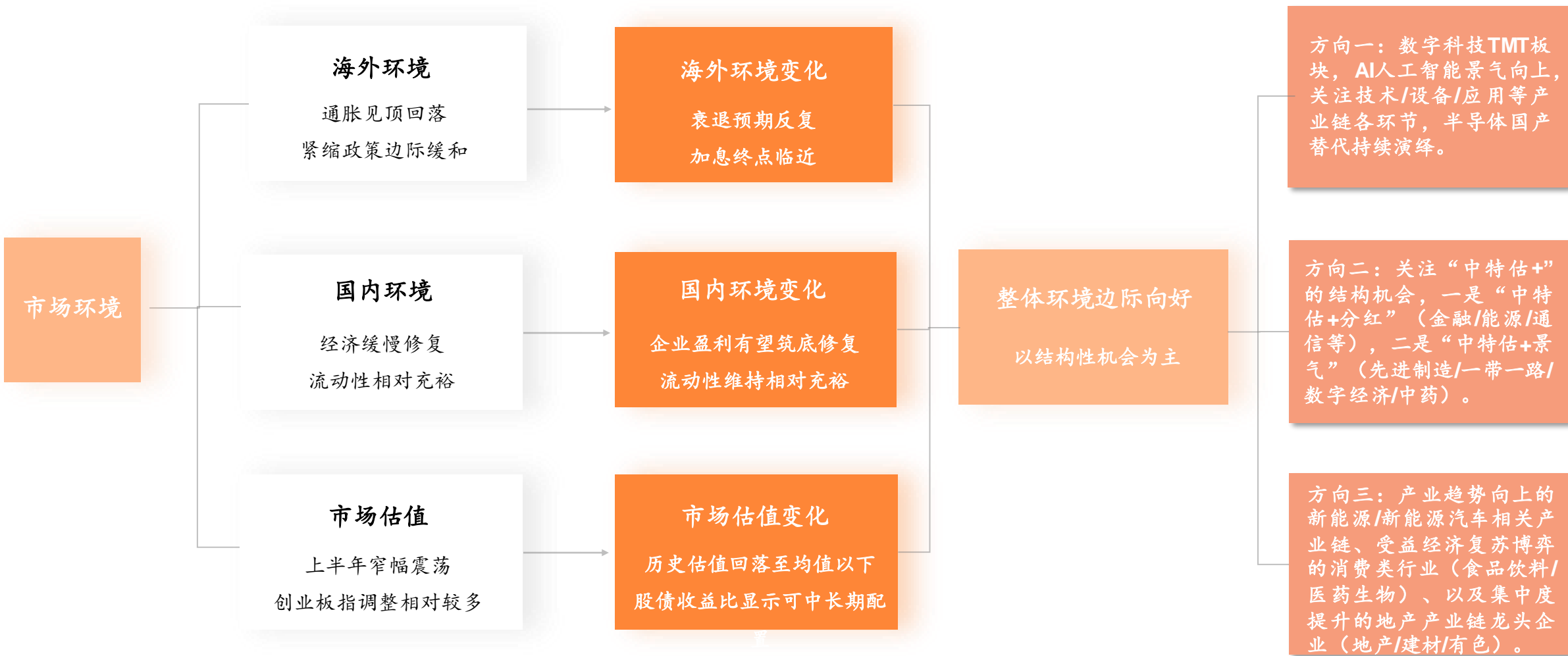


摘要

- 上半年全球经济复苏预期分化且反复，市场波动较大；A股主要指数表现分化，行业轮动较快，超额收益在于TMT和“中特估”板块。下半年随着外部压力的边际缓和、国内经济持续恢复以及产业政策的落地，市场结构性机会有望逐渐增加，我们认为数字科技和“中特估”全年主线不变，同时关注部分可能有悲观预期修正行业的超跌反弹机会。
- **市场环境：经济增长结构分化，流动性环境仍充裕。**海外欧美衰退预期反复，通胀持续回落；美联储加息终点临近，全球估值约束缓解。国内经济呈现结构分化的缓慢复苏特征，地产修复斜率放缓，出行服务消费较强但耐用品消费仍待恢复；实体盈利有望筑底修复，国企扩产意愿更高；流动性仍充裕，无风险利率预计维持低位波动。
- **政策环境：高质量发展下加码支持建设现代化产业体系与中国特色估值体系。**国内经济高质量发展政策路线愈加清晰。一是加快建设现代化产业体系，既要发挥新兴产业的引领作用，又要夯实传统产业的基础作用，集中力量解决“卡脖子”问题，加快培育壮大人工智能/高端装备/新能源汽车等新兴产业，同时注重保障能源安全、促进传统产业智能化绿色化升级。二是建立中国特色估值体系是资本市场改革的新课题。在新一轮国企改革更加聚焦提高核心竞争力的背景下，央企有望受益于持续稳健经营、盈利质量提升、分红回报股东等对比优势获得资金认可并迎来价值重估。
- **中期配置：关注高质量发展下的结构性机会。**我们认为下半年市场环境优于上半年，当前市场估值已回归至历史均值以下，建议关注数字科技以及“中特估+”的两大结构性主线，以及部分悲观预期修正的行业机会。一是数字科技板块，例如产业技术突破的AI产业链、国产替代持续的半导体产业等；二是“中特估+”板块，即“中特估+分红”（金融/能源/通信/公用事业等）和“中特估+景气”（先进制造/一带一路/数字经济/中药等）。另外，部分行业自2月以来调整幅度在10%以上，存在悲观预期修正的阶段性超跌反弹机会，例如产业趋势向上的新能源/新能源汽车相关产业链、受益经济复苏博弈的消费类行业（食品饮料/医药生物）、以及集中度提升的地产产业链龙头企业（地产/建材/有色）。
- **风险提示：**宏观经济下行超预期；金融监管以及去杠杆政策加码超预期；海外资本市场波动加大。



A股展望框架：把握高质量发展下的结构性主线



CONTENT 目录

扫描它 查找报告文件

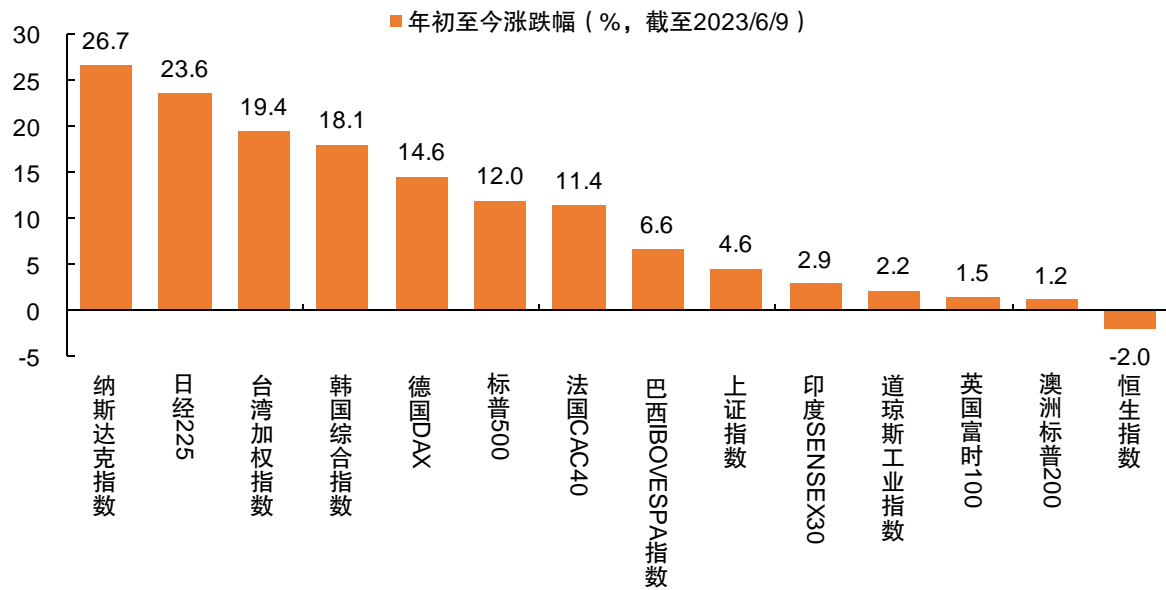


- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

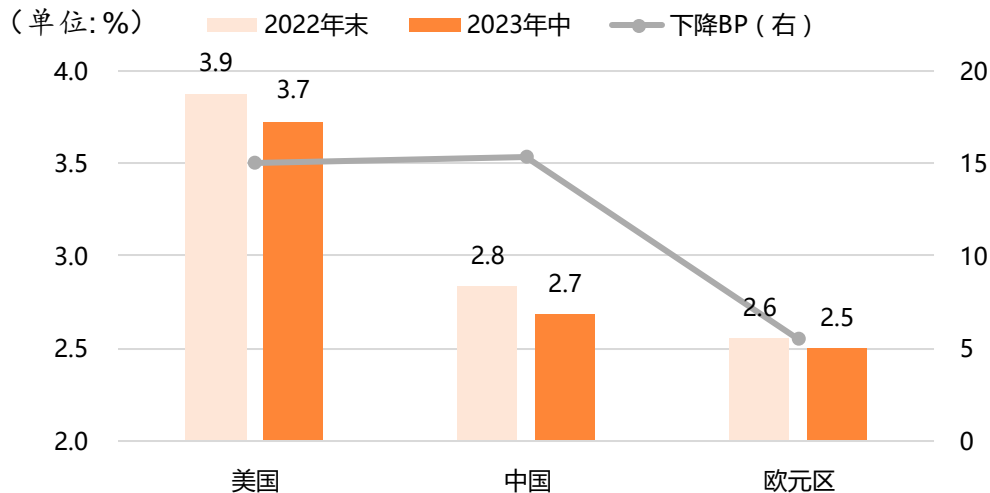
1.1 全球资产表现 | 全球资产价格分化

- 2023年上半年，全球资产价格分化。
- 一是商品内部分化，原油等顺周期商品波动下行，贵金属上涨；
- 二是整体利率下行，美债利率降幅明显；
- 三是权益市场方面，纳斯达克指数、日本/韩国/中国台湾等市场指数表现在前。

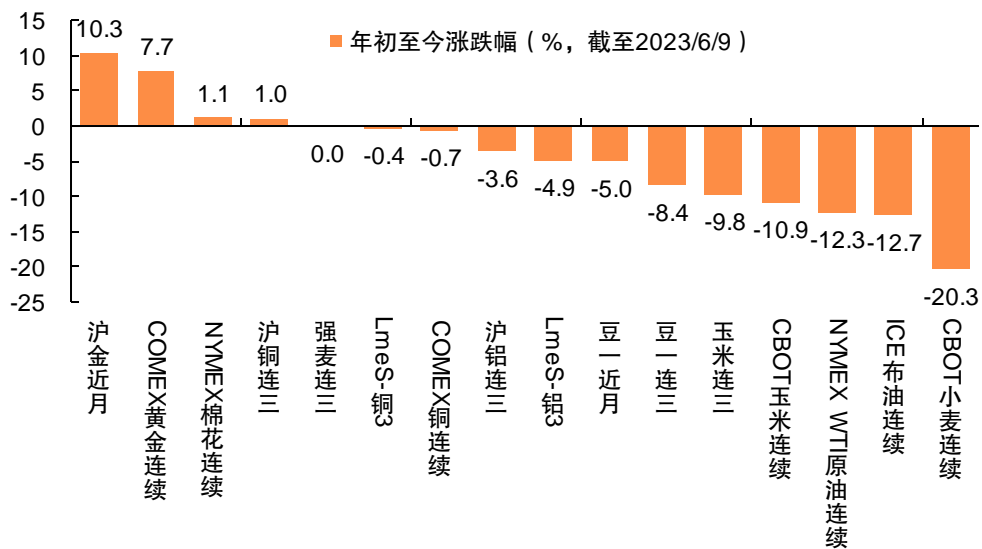
全球权益市场：纳斯达克表现最佳



全球资金锚变化：整体利率下行



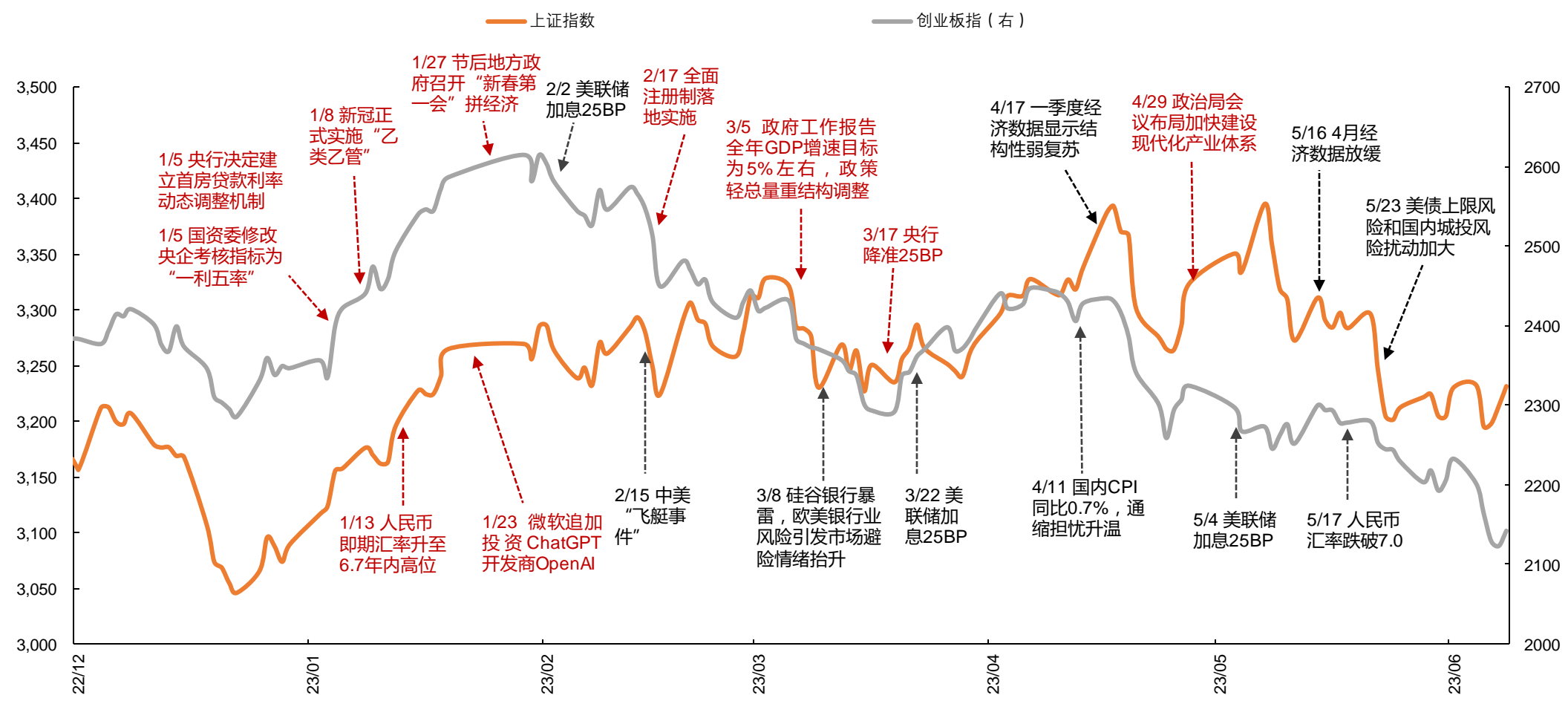
全球大宗商品价格：原油及铜下行，黄金上涨



资料来源：Wind，平安证券研究所，本页数据统计截至2023年6月9日

1.2 A股市场表现 | 经济复苏预期摇摆

2023年上半年A股市场先反弹后调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 本页数据统计截至2023年6月9日

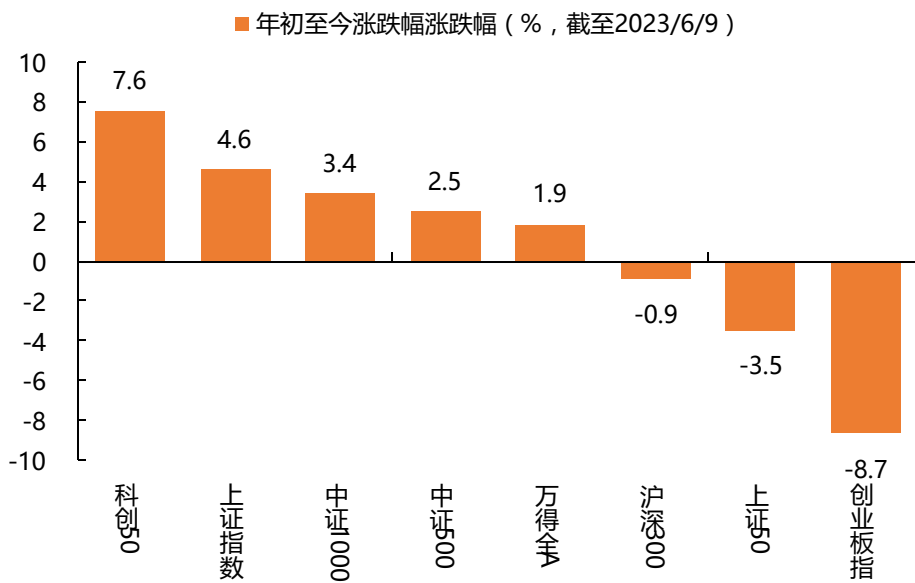
1.2 A股结构表现 | 行业快速轮动，TMT和中特估主线并行

- 2023年上半年，主要宽基指数表现分化，科创50领涨，上证指数上涨4.6%，创业板指下跌8.7%。
- 全年主线为TMT和中特估板块，但是行业轮动较快。上半年，传媒、通信、计算机行业累计涨幅在30%-50%，中特估的建筑、石油石化、电力的涨幅在6%-14%，房地产、消费者服务跌幅居前。

2023年上半年中信一级行业月度表现

行业	涨跌幅(%, 截至2023/6/9)						PE估值		PB估值	
	年初至今	1月	2月	3月	4月	5月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
传媒	54.0	5.2	4.4	22.2	13.7	-4.4	223.4	97.5%	2.9	48.9%
通信	38.8	9.2	8.2	9.1	2.4	0.6	22.8	10.1%	1.9	14.0%
计算机	34.8	12.7	5.3	16.9	-6.8	1.0	112.7	71.4%	4.3	45.4%
建筑	13.3	5.4	3.0	2.6	10.8	-9.3	10.8	46.8%	1.0	21.5%
家电	11.1	8.3	1.2	0.1	2.4	-7.4	15.7	22.6%	2.6	22.4%
石油石化	10.6	7.8	1.9	0.8	6.2	-7.3	10.6	10.9%	1.2	48.1%
电子	9.8	8.7	0.2	7.3	-5.1	1.5	64.3	79.4%	3.4	23.3%
电力及公用事业	6.5	2.2	1.8	-2.1	2.0	3.6	28.0	80.5%	1.8	51.0%
非银行金融	5.1	8.7	-2.5	-3.3	6.5	-5.0	15.7	30.3%	1.3	9.1%
银行	4.3	3.1	-3.7	-1.6	4.6	-1.6	5.1	20.0%	0.6	8.6%
机械	2.1	10.1	1.7	-4.1	-2.2	-0.4	34.7	15.2%	2.4	33.4%
综合金融	1.3	4.8	4.4	-4.9	-2.5	-0.5	66.6	96.2%	1.3	5.4%
纺织服装	0.9	4.2	5.5	-6.3	-1.3	-2.1	36.1	71.8%	1.8	14.7%
有色金属	0.3	14.8	-3.2	-3.8	-1.0	-7.8	14.8	0.9%	2.3	26.6%
汽车	-1.7	11.3	-1.2	-5.8	-6.0	-0.1	35.9	72.5%	2.1	35.0%
轻工制造	-2.0	4.3	6.4	-6.8	-4.3	-2.4	35.4	56.0%	2.1	4.2%
钢铁	-2.6	7.7	4.3	-7.3	-2.0	-4.6	44.7	75.4%	1.0	17.9%
国防军工	-2.8	6.2	1.0	-3.8	-1.2	-1.1	66.9	38.9%	3.2	37.4%
煤炭	-3.3	5.3	2.8	-4.1	-1.5	-7.6	6.2	0.2%	1.2	47.3%
商贸零售	-3.4	-0.7	1.0	1.3	-1.3	-6.3			1.5	38.0%
医药	-3.7	5.6	0.2	-3.7	0.2	-2.8	40.8	54.0%	3.4	4.5%
交通运输	-4.0	1.6	-0.7	-0.2	1.2	-6.2	32.1	84.1%	1.5	19.6%
建材	-7.5	8.7	0.1	-6.6	-5.1	-7.6	22.2	64.6%	1.3	0.6%
食品饮料	-8.6	5.2	1.0	-1.7	-5.8	-7.8	30.4	39.6%	5.8	56.8%
基础化工	-10.3	8.7	0.1	-6.5	-7.5	-4.7	21.0	13.4%	2.3	22.9%
电力设备及新能源	-10.5	10.6	-5.1	-4.9	-4.0	-3.9	22.4	0.1%	3.0	46.1%
农林牧渔	-10.6	3.1	0.4	-1.8	-4.1	-10.1	50.1	53.7%	2.8	12.7%
房地产	-10.9	3.1	-2.2	-7.0	-2.6	-6.6			0.9	1.2%
综合	-11.9	2.3	2.4	-7.1	-8.1	0.1			1.8	40.4%
消费者服务	-24.5	-1.4	-1.3	-2.6	-9.0	-13.0	198.5	85.8%	4.1	47.1%

2023年上半年A股主要指数涨跌不一

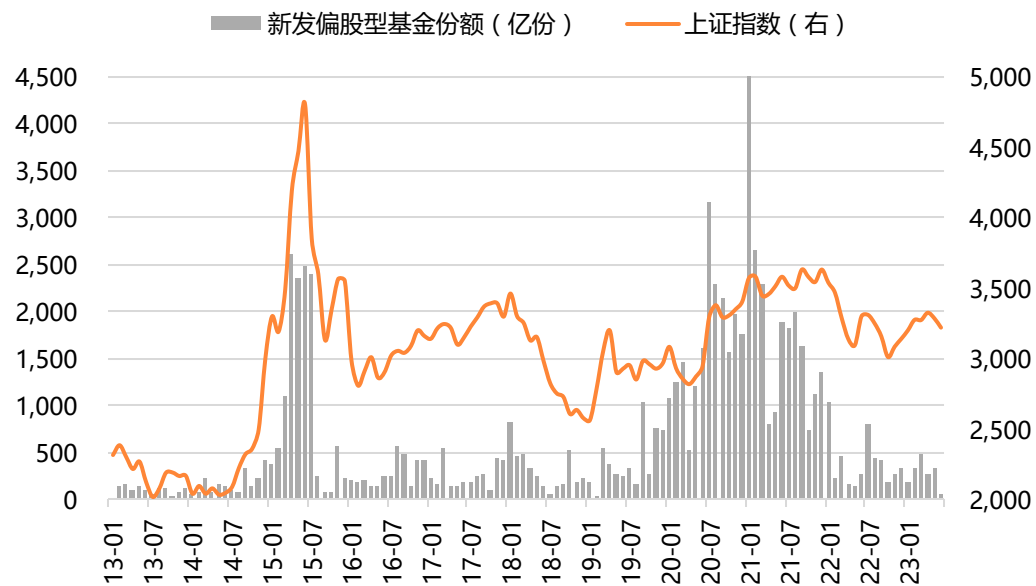


资料来源: Wind, 平安证券研究所, 本页数据统计截至2023年6月9日

1.2 A股市场特征 | 赚钱效应有限，基金发行在低位

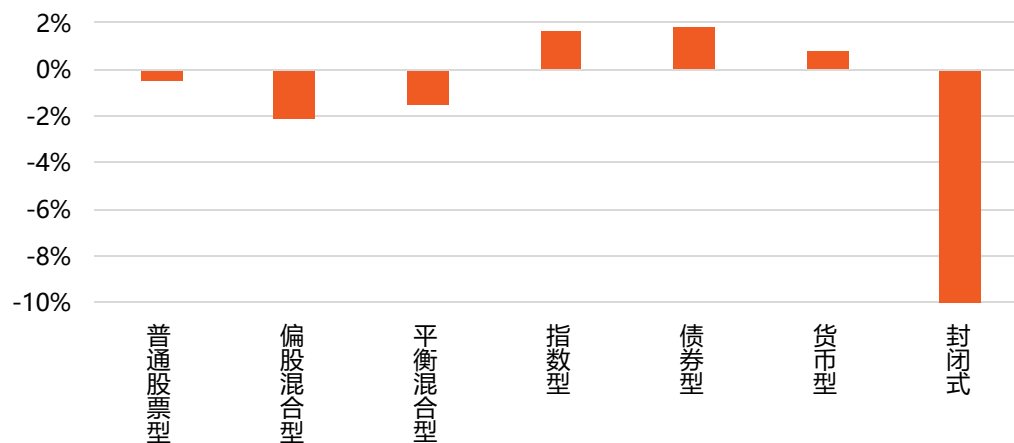
- A股市场赚钱效应尚未显现。尽管市场以结构性主线为主，但是今年以来偏股型基金收益率为负，偏股型基金发行规模降至月度四百亿以下的。
- 从公募基金产品收益率来看，结构性赚钱效应更多在指数型产品，ETF产品的份额和资产净值均大幅上行。

公募基金发行回落至低位往往是市场的底部信号

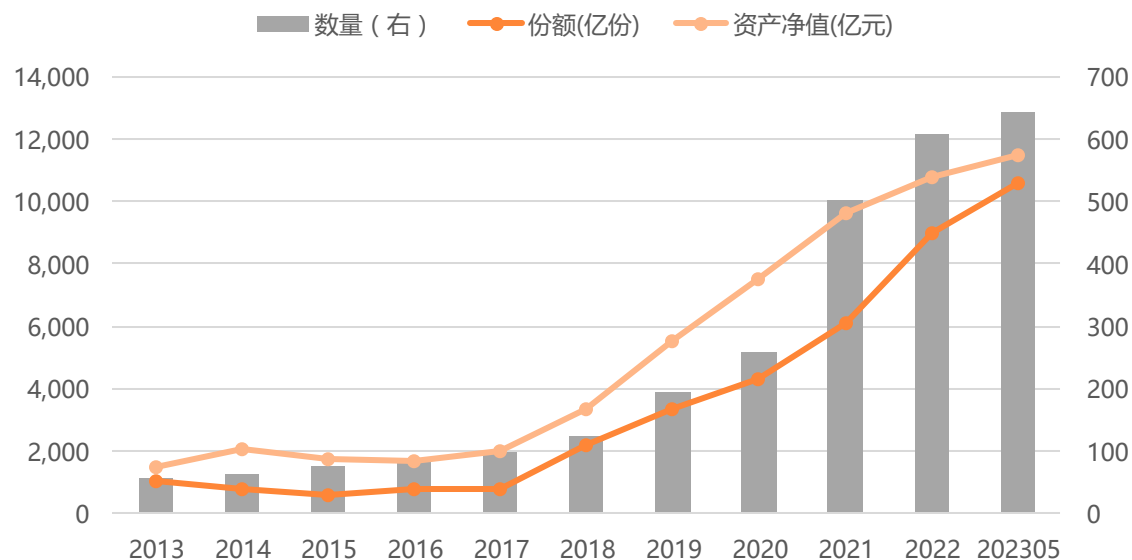


资料来源: Wind, 平安证券研究所, 本页数据统计截至2023年6月9日

Wind基金指数测算: 偏股型基金收益率为负, 指数型表现最佳



今年ETF发行逆势上行, 份额大幅上行





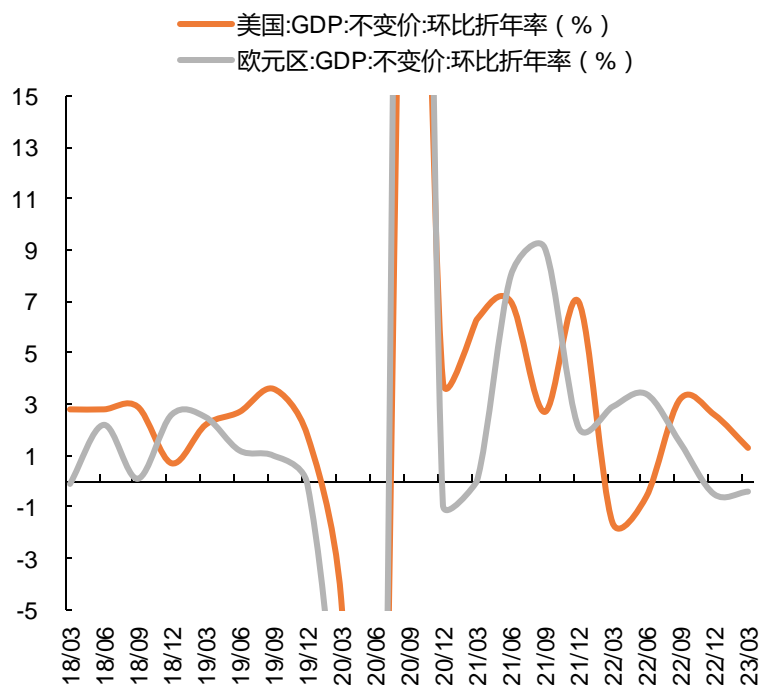
CONTENT 目录

- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

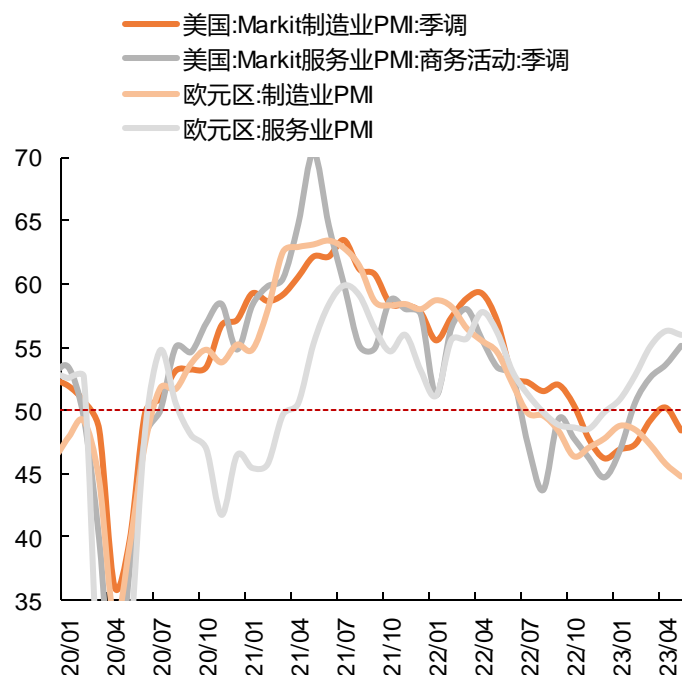
全球 | 基本面：衰退预期反复

- 欧美经济衰退预期反复，年初以来经济增长仍显韧性，美国强于欧洲。欧美服务业PMI在扩张区间持续回升，制造业PMI在年初小幅反弹后回落至荣枯线下，美国就业市场保持相对强势。IMF在4月对美国和欧元区全年经济增速预测分别较1月份上调了0.2pct和0.1pct至1.6%和0.8%。
- 欧美通胀自高位持续回落，但美国近期的PCE增速回落速度放缓，通胀读数仍高于政策预期。

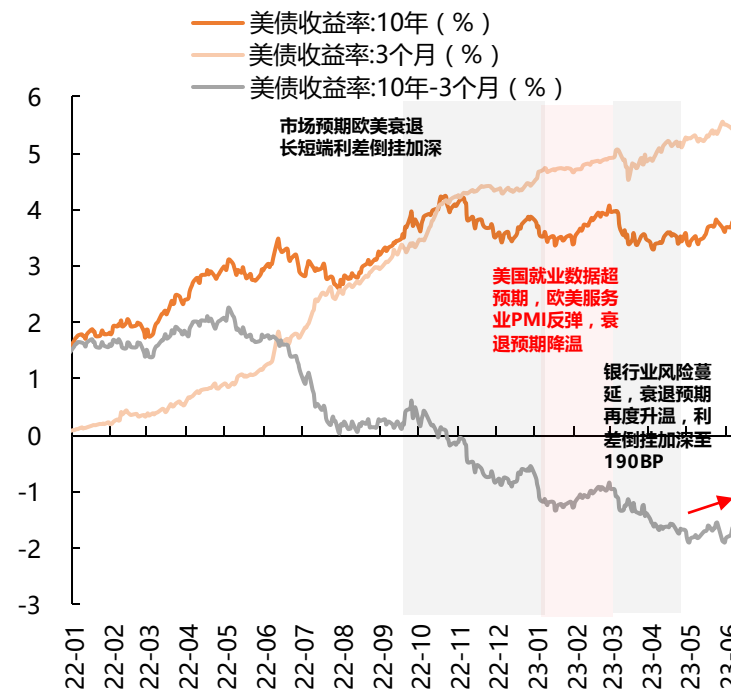
🕒 美国和欧元区GDP环比折年率



🕒 上半年欧美服务业PMI强于制造业



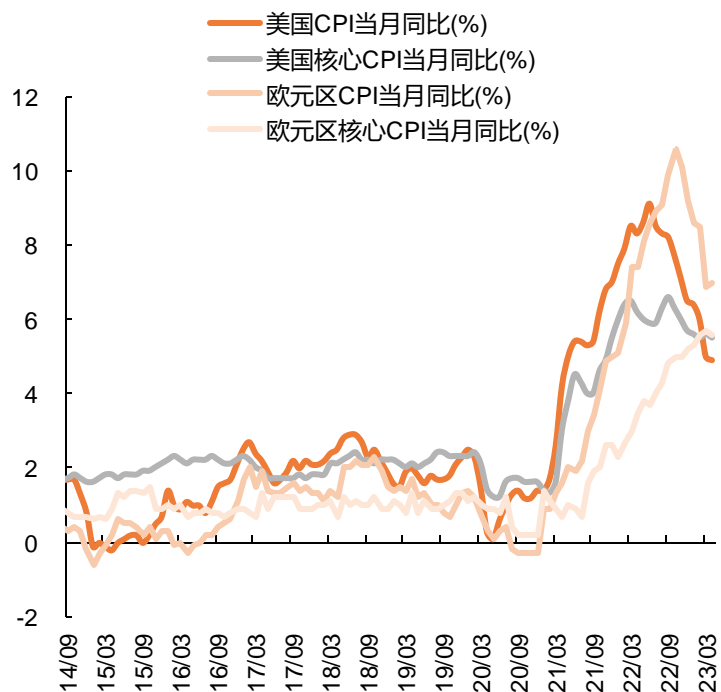
🕒 市场对于美国衰退预期反复



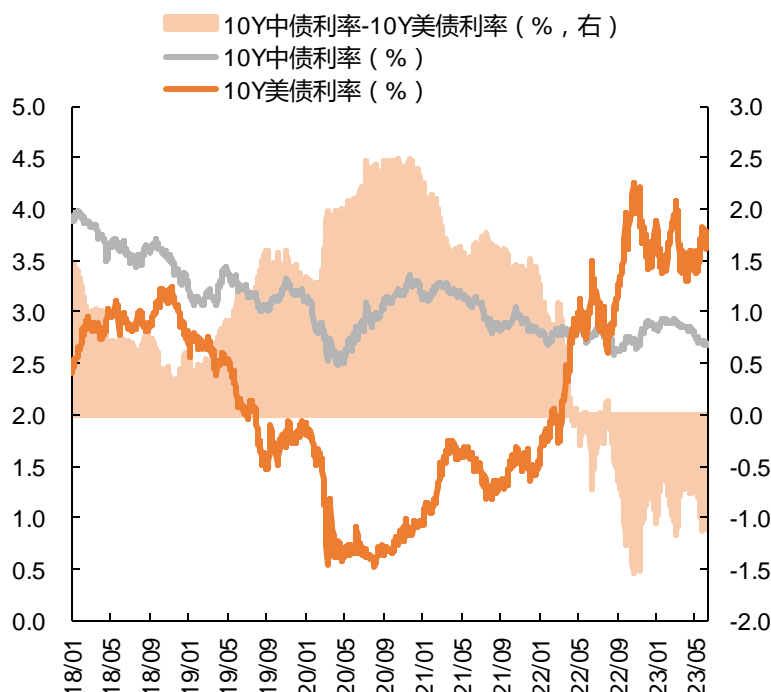
全球 | 流动性：美联储加息终点临近，人民币中期有升值空间

- 欧美通胀持续回落，美联储加息终点临近，降息预期有分歧。截至5月议息会议，美联储本轮加息周期已加息11次，累计加息幅度525BP。考虑到通胀延续回落趋势且高利率环境下金融风险的抬升以及对实体经济的潜在冲击，市场目前普遍预期美联储加息终点临近，但年内降息仍存在较大不确定性。
- 人民币汇率短期宽幅波动，中期仍有升值空间。5月受国内经济修复动能放缓、市场避险情绪升温等因素影响，人民币汇率再度走贬并跌破7.0。后续来看，短期人民币汇率预计以宽幅波动为主，但中期国内经济增长动能仍有望持续改善，叠加美国加息周期结束，中美利差倒挂收敛，人民币汇率仍有升值空间。

🕒 欧美通胀延续回落但速度放缓



🕒 中美利差倒挂程度仍然较深



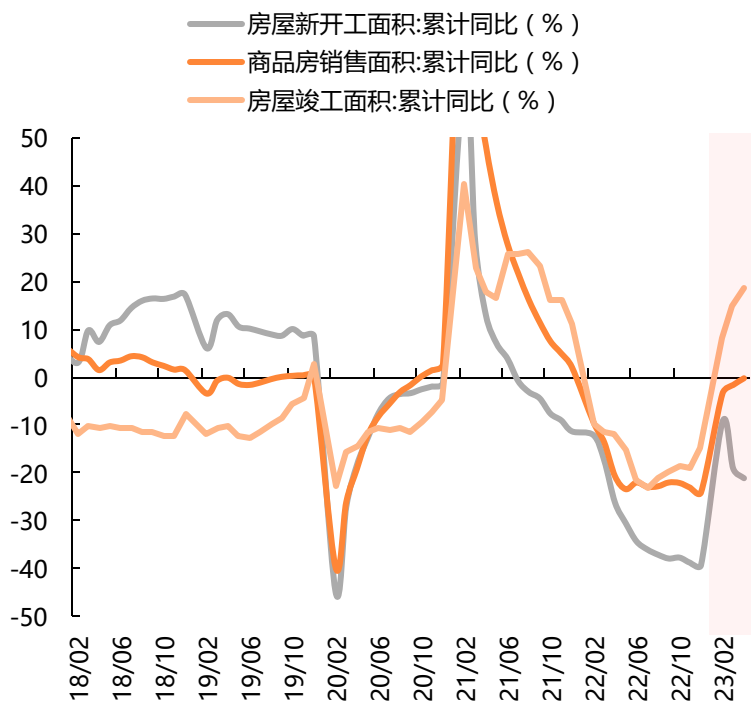
🕒 美元指数小幅反弹至104，人民币汇率跌破7.0



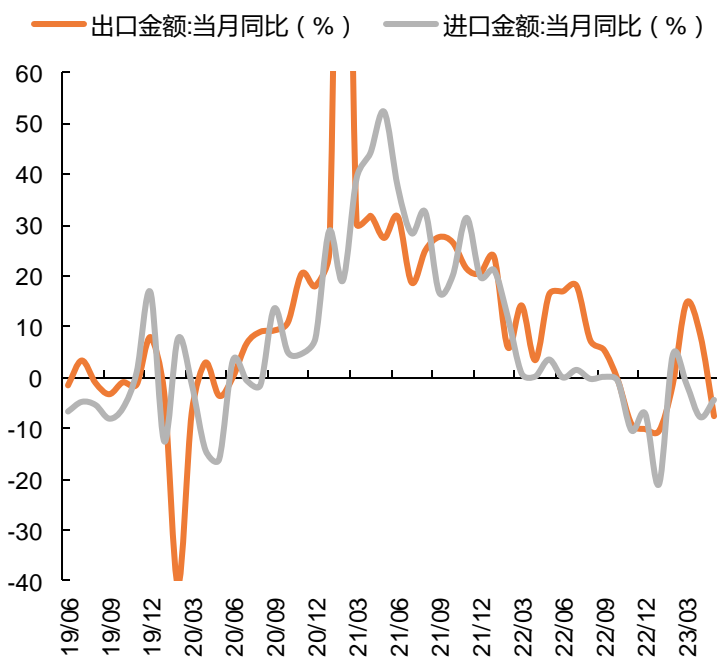
国内 | 基本面：缓慢复苏格局延续，结构分化明显

- 2023年上半年，国内经济在疫情影响退坡后开启复苏进程，但整体呈现结构分化的缓慢复苏特征，其中出口和服务消费是主要支撑项（但5月出口增速已回落至-7.5%）；商品价格维持低迷（5月CPI仅为0.2%），显示内需修复仍不足。
- 消费：出行服务消费强，耐用品消费疲弱（4月社零同比增长18.4%，汽车及通讯器材增速为负）。
- 投资：固定资产投资回落（4月已回落至4.7%），基建与地产继续分化。
- 地产：修复斜率放缓，新开工投资回落，销售降温。

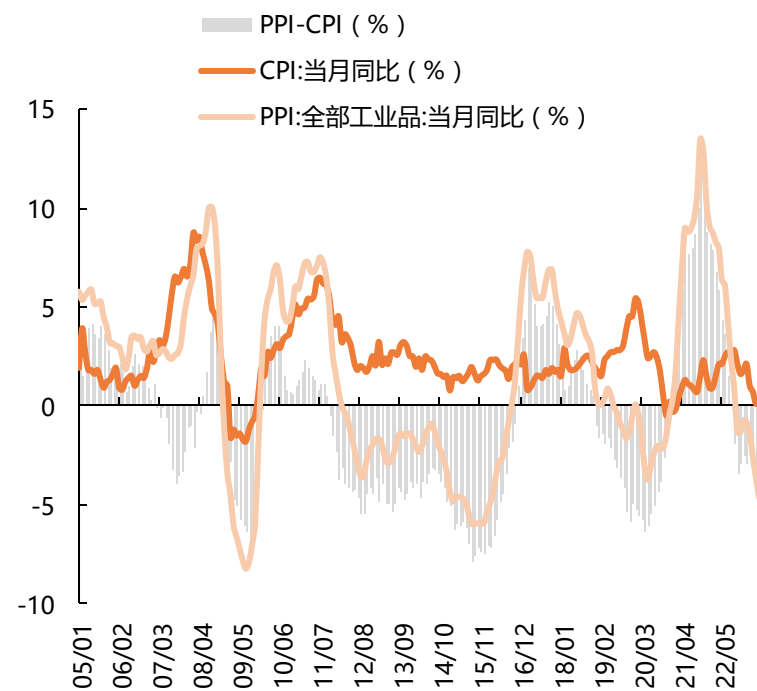
4月地产新开工累计同比回落



5月进出口同比增速降至负区间



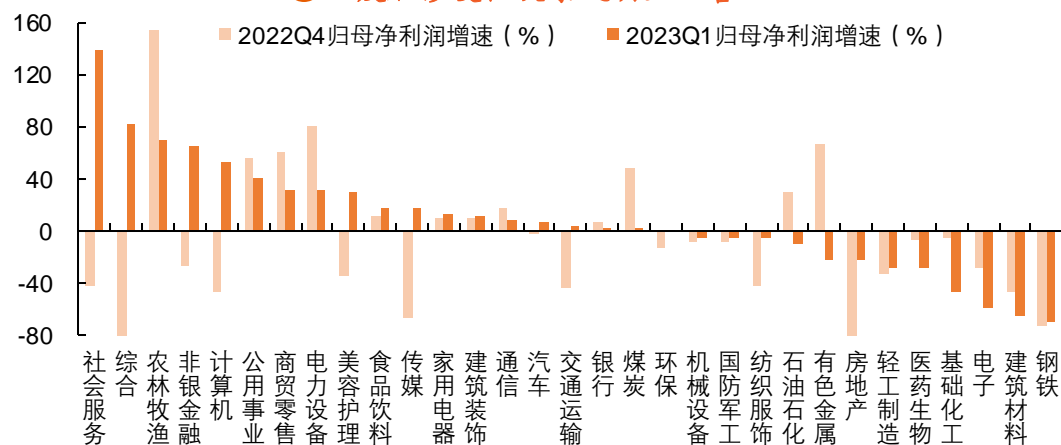
2023年初以来国内通胀水平波动回落



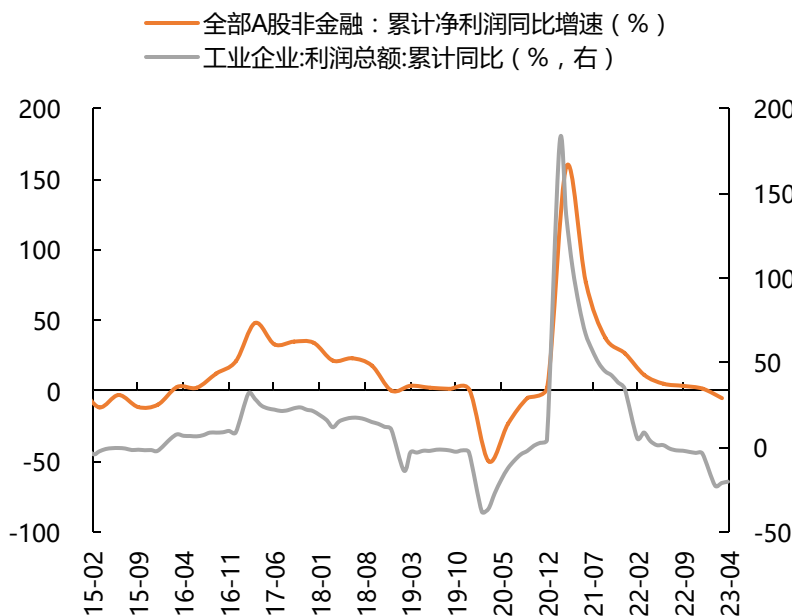
国内 | 基本面：实体企业盈利有望筑底修复，国企扩产意愿相对更高

- 2023年一季度的A股非金融上市公司净利润增速为-5.8%，盈利底部基本确认，企业盈利有望随着经济缓慢复苏而边际改善。
- 结构上，一季度出行服务消费以及先进制造板块景气度较高，后续景气度有望延续。国企经营业绩更为韧性，扩产意愿更高。

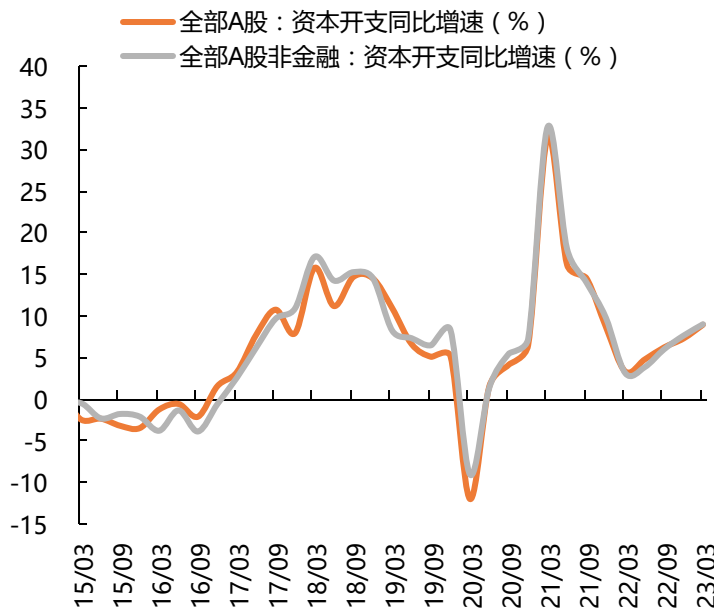
疫后修复板块景气明显改善



23Q1 实体企业盈利增速筑底



23Q1 实体企业资本开支继续回升



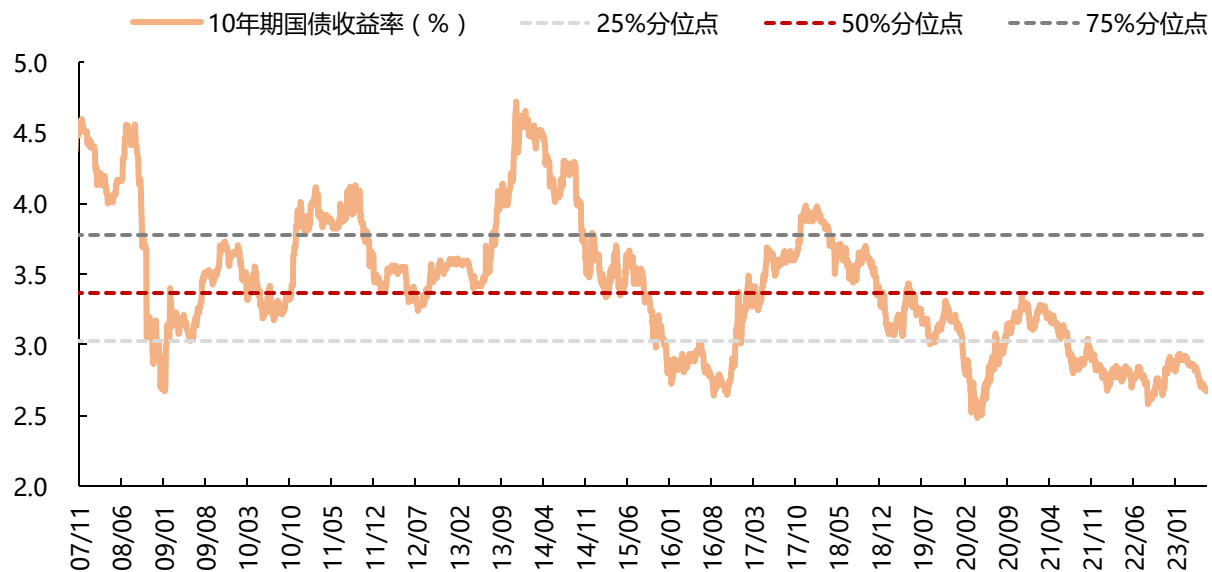
23Q1 国企盈利增速优于民企

板块	归母净利润增速 (%)			ROE(TTM) (%)			资本开支增速 (%)		
	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1
全部A股	18.9	-2.5	-5.6	8.9	7.9	7.4	10.0	9.3	9.8
中证民企	0.9	1.8	-5.4	8.3	7.6	7.0	28.2	13.3	8.3
中证国企	25.4	-7.8	-5.3	9.5	8.2	7.7	-0.2	5.4	11.1
中证央企	20.4	-6.7	-2.4	8.7	7.7	7.3	-2.5	3.1	9.3

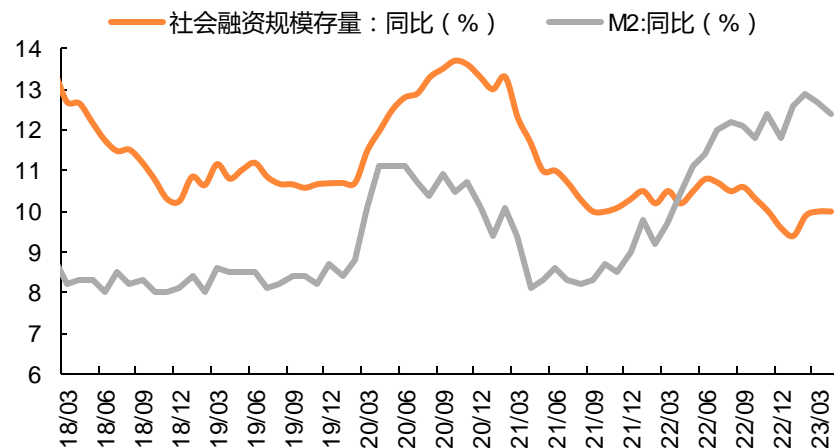
2.2 国内 | 流动性：无风险利率预计维持低位波动

- 上半年货币政策稳中偏松，信贷投放力度从一季度的高于季节性逐渐回归平稳，社融增速底部小幅回升至10.0%，仍处历史偏低水平。结构上，企业和居民部门的信贷修复明显分化，居民中长期贷款仍疲弱。
- 结合一季度央行货币政策执行报告的表述——“经济增长好于预期但内生动力仍不足”、“疫情‘伤痕效应’尚未消退”等，预计下半年货币政策仍将维持稳健宽松以支持实体经济修复，流动性趋于相对充裕。目前10Y国债收益率在2.7%附近，预计后续将维持在低位震荡。

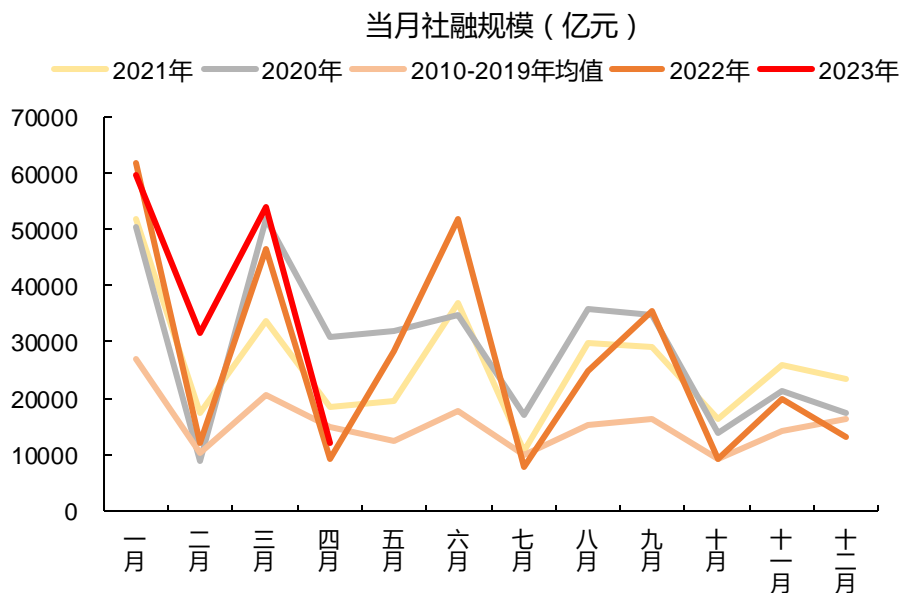
近期10Y国债收益率在2.7%附近波动



M2与社融增速仍有一定差距



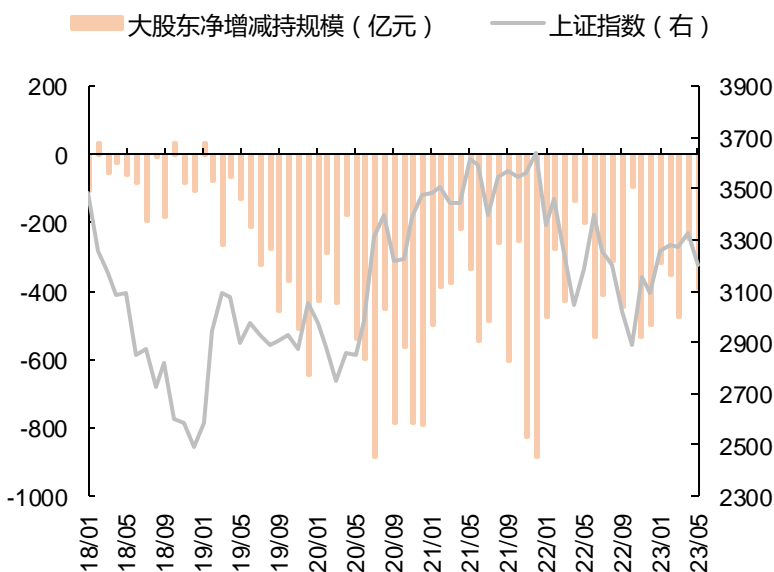
一季度新增社融高于季节性



2.2 国内 | 流动性：成交金额回落至8000亿元左右

- A股交易情绪先转暖后降温，A股日均成交额从年初的7500亿元左右回升至4月的万亿元，但近期再度回落至8000亿元左右。
- 从市场资金供需来看，IPO节奏发行保持平稳。上半年一级市场IPO节奏保持平稳，增发规模高位回落，1-5月IPO+增发累计约4200亿元，高于去年同期14%；二级市场随着大盘整体震荡上行，大股东减持规模边际增加，今年1-5月累计减持约1800亿元，高于去年同期18%。截至2023年5月底，下半年限售股解禁规模约2.4万亿元，略低于上半年7%。

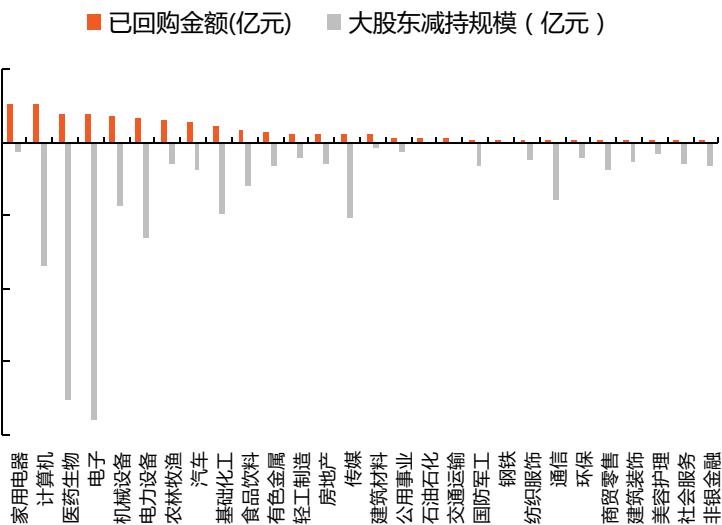
今年1-5月大股东减持规模较去年同期边际增加



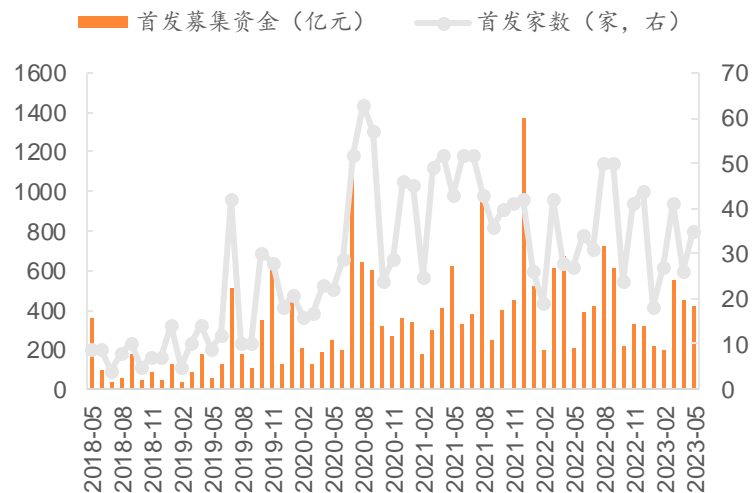
资料来源：Wind，平安证券研究所

1-5月大股东净减持集中在TMT和医药生物行业

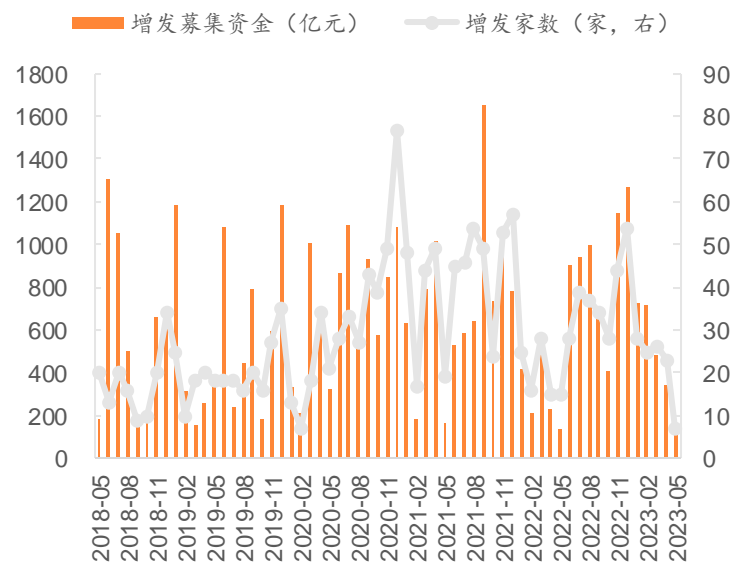
2023年已回购金额及大股东减持规模



1-5月A股市场IPO节奏保持平稳



1-5月A股市场增发再融资规模高位回落





CONTENT 目录

- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

政策环境| 引导支持建设现代化产业体系和中国特色估值体系

- 今年政策加码支持两个方向，一是加快建设现代化产业体系，二是深化国资国企改革、引导建立中国特色估值体系。

2023年年初以来重要会议/政策聚焦建设现代化产业体系

日期	会议/文件	主要内容
2023/1/31	中共中央政治局第二次集体学习	要加快科技自立自强步伐，解决外国“卡脖子”问题。健全新型举国体制，强化国家战略科技力量，优化配置创新资源；继续把发展经济的着力点放在实体经济上，扎实推进新型工业化， 加快建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，打造具有国际竞争力的数字产业集群。 顺应产业发展大势，推动短板产业补链、优势产业延链，传统产业升链、新兴产业建链，增强产业发展的接续性和竞争力。优化生产力布局， 推动重点产业在国内外有序转移，支持企业深度参与全球产业分工和合作，促进内外产业深度融合，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系。
2023/2/22	中共中央政治局第三次集体学习	加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路。 各级党委和政府要把加强基础研究纳入科技工作重要日程，加强统筹协调，加大政策支持， 推动基础研究实现高质量发展。
2023/2/28	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设， 符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。
2023/3/5	《政府工作报告》	产业政策要发展和安全并举。 促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节； 科技政策要聚焦自立自强。 完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。 深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向， 处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。
2023/3/7	二十届二中全会	重新组建科学技术部；组建国家金融监督管理总局；深化地方金融监管体制改革；中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构；统筹推进中国人民银行分支机构改革；完善国有金融资本管理体制；加强金融管理部门工作人员统一规范管理；组建国家数据局；优化农业农村部职责；完善老龄工作体制；完善知识产权管理体制；国家信访局调整为国务院直属机构；精减中央国家机关人员编制。
2023/4/7	国常会	全面贯彻落实总体国家安全观，统筹发展和安全，以实施《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例（草案）》为契机， 规范无人驾驶航空器飞行以及相关活动，积极促进相关产业持续健康发展，有力维护航空安全、公共安全、国家安全。
2023/4/21	二十届中央全面深化改革委员会第一次会议	强化企业科技创新主体地位， 是深化科技体制改革、推动实现高水平科技自立自强的关键举措。从制度建设着眼， 一体推进科技创新、产业创新和体制机制创新， 推动形成企业为主体、产学研高效协同深度融合的创新体系。从服务构建新发展格局、推动高质量发展、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发， 完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理。
2023/4/28	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， 夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。 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。
2023/5/5	国常会	把发展先进制造业集群摆到更加突出位置， 统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大， 加快建设现代化产业体系； 加快推进充电基础设施建设、更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。
2023/5/24	《京津冀产业协同发展实施方案》	建立集群跨区域协同培育机制，聚焦 集成电路、网络安全、生物医药、电力装备、安全应急装备 等重点领域，着力打造世界级先进制造业集群。瞄准 人工智能、集成电路、生命科学、空天科技 等前沿领域，强化京津冀关键核心技术攻关。
2023/5/30	二十届中央国家安全委员会第一次会议	要全面贯彻党的二十大精神，深刻认识国家安全面临的复杂严峻形势，正确把握重大国家安全问题， 加快推进国家安全体系和能力现代化， 以新安全格局保障新发展格局，努力开创国家安全工作新局面。
2023/6/2	国常会	延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策， 构建高质量充电基础设施体系， 巩固和扩大新能源汽车发展优势， 进一步优化产业布局，统筹国内国际资源开发利用，健全动力电池回收利用体系。

现代化产业体系 | 二十大以来“建设现代化产业体系”的政策路径更为清晰

- 从十七大首次提出“发展现代产业体系”，到二十大首次明确“建设现代化产业体系”，我国现代化产业升级的着力点从此前的更多依靠消费驱动、依靠现代服务业+战略性新兴产业带动，逐渐向“完整性、先进性、安全性、战略性新兴产业和传统产业共同发展”转变，政策路径更为完整清晰。近期高层会议布局支持人工智能、先进制造业发展。

◎ 二十大以来“建设现代化产业体系”的政策路径更为清晰

“十七大”报告：发展现代产业体系，大力推进信息化与工业化融合，振兴装备制造业，发展高新技术产业、现代服务业等



2007.10

十七届五中全会公报：要发展现代产业体系，改造提升制造业，培育发展战略性新兴产业，加快发展服务业



2010.10

“十二五”规划：发展结构优化、技术先进、清洁安全、附加值高、吸纳就业能力强的现代产业体系



2011.03

“十八大”报告：着力构建现代产业发展新体系



2012.11

十八届五中全会公报：构建产业新体系，加快建设制造强国，实施《中国制造二〇二五》



2015.10

“十三五”规划：推进供给侧结构性改革，培育壮大新兴产业，改造提升传统产业，加快构建现代产业新体系。



2016.03

2023.05



中央财经委员会会议：加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，把握人工智能等新科技革命浪潮，推进产业智能化、绿色化、融合化

国常会审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见：把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大

2022.10



“二十大”报告：建设现代化产业体系。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程；推动战略性新兴产业融合集群发展；推动现代服务业同先进制造业、现代农业深度融合；加快发展数字经济；构建现代化基础设施体系

2021.03



“十四五”规划：加快发展现代产业体系，加快推进制造强国、质量强国建设，促进先进制造业和现代服务业深度融合

2020.10



十九届五中全会公报：加快发展现代产业体系，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展

2017.10

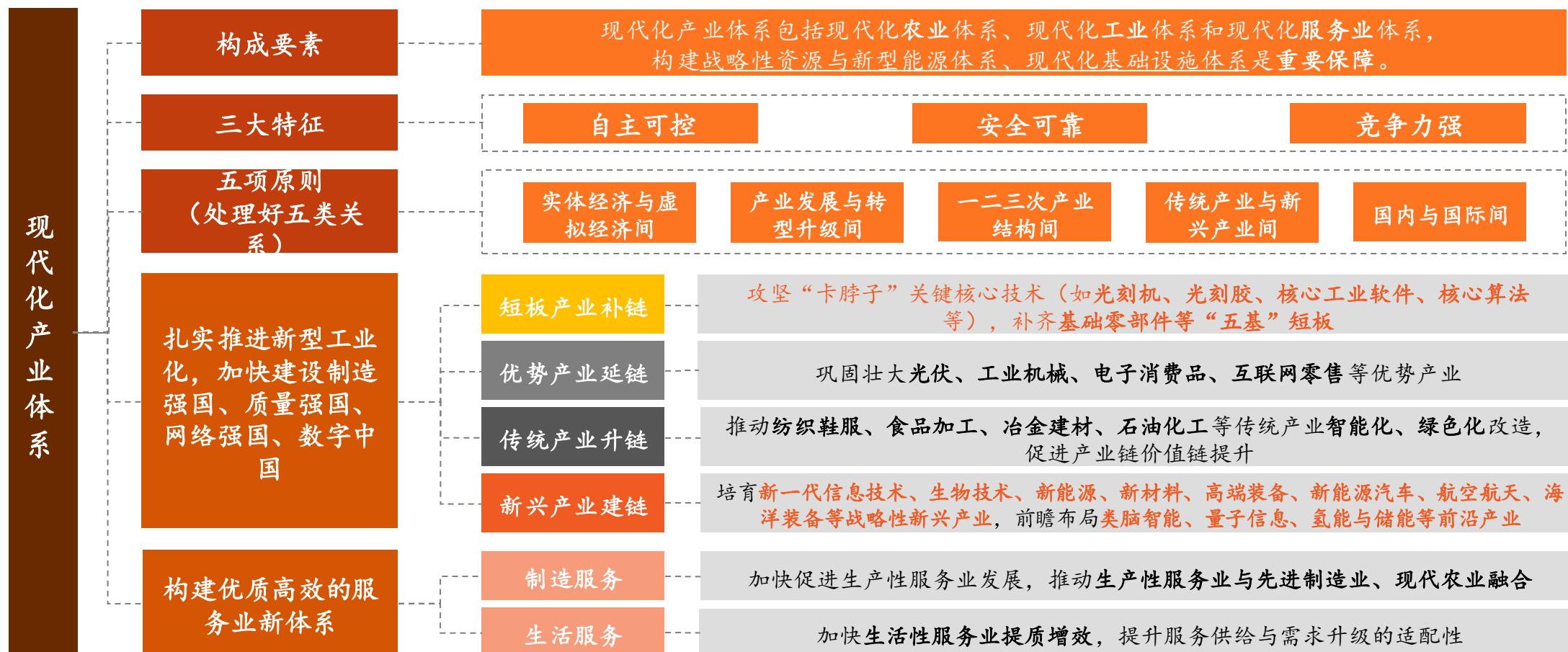


“十九大”报告：建设现代化经济体系，加快建设制造强国，加快发展先进制造业。支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业

现代化产业体系 | 三次产业融合发展，新兴产业和传统产业“两手抓”

- 建设现代化产业体系是推动各个产业有机结合和协同发展的一项整体工作，既要发挥新兴产业的引领作用，又要夯实传统产业的基础作用，既要推动新型工业化，又要统筹服务业和农业全面发展。

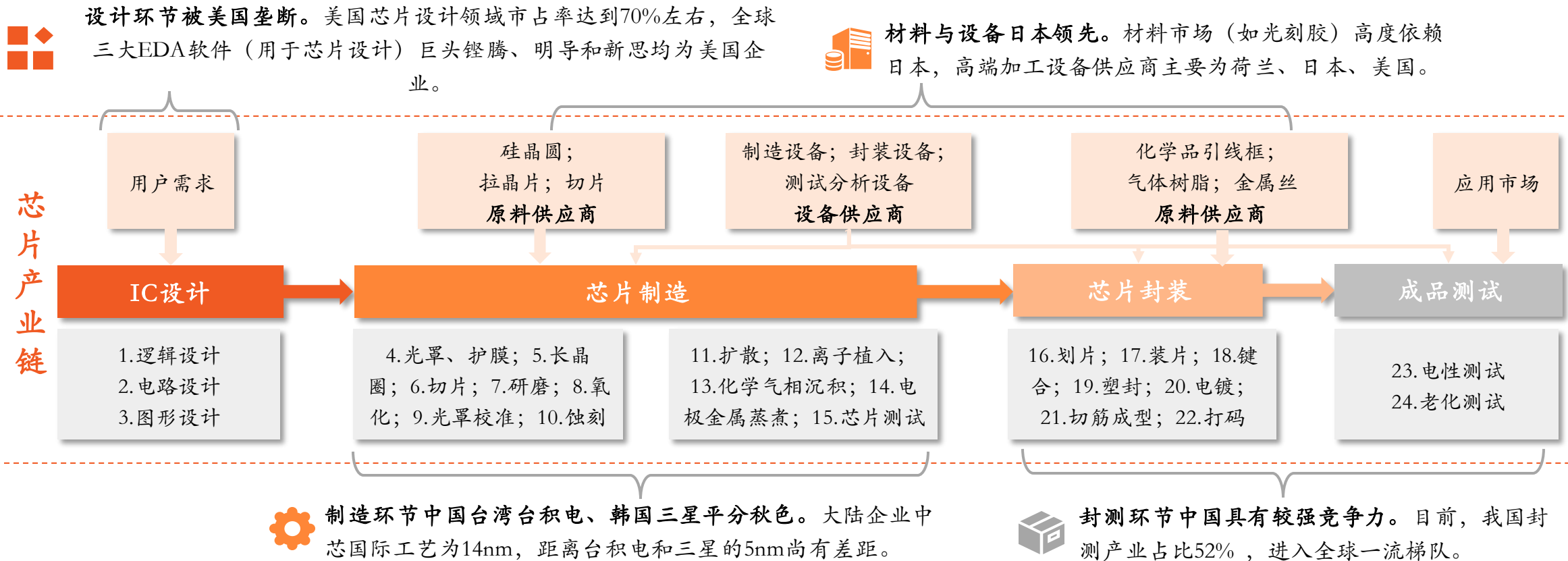
建设现代化产业体系的内涵和重要任务



3.1 现代化产业体系 | 短板产业补链：集中力量解决“卡脖子”问题

- 根据中国宏观经济论坛CMF的研究，目前我国35项“卡脖子”问题中已经解决了20余项，还有14项未攻克，包括28纳米以下的高性能光刻机、高端的电容电阻、某些核心工业软件、光刻胶、投射式电镜、高强度不锈钢等。
- 以半导体为代表的科技领域是中美角力关键焦点。

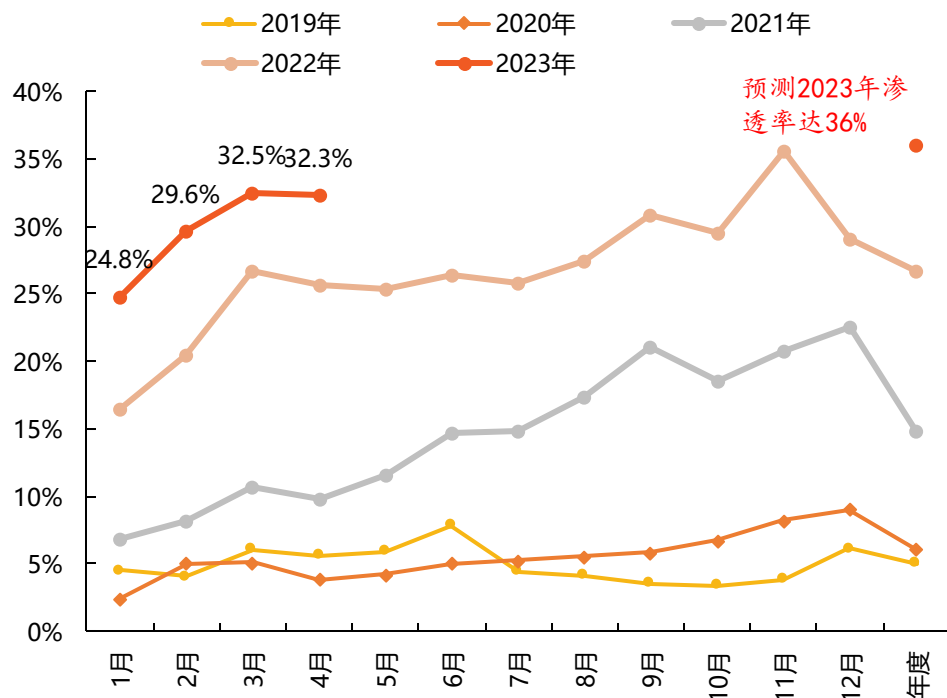
我国半导体产业链



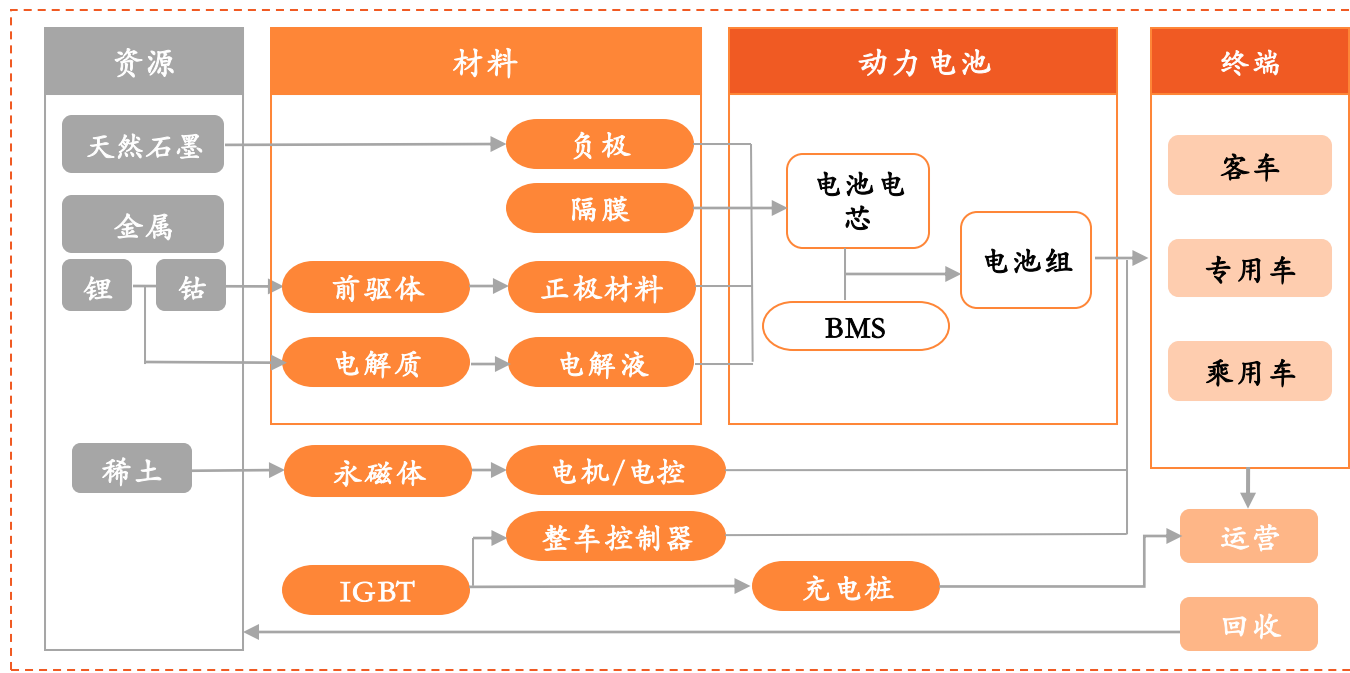
3.1 现代化产业体系 | 优势产业延链：政策加码新能源车渗透和充电设施建设

- 我国新能源汽车产业链较为完整，新品推出进展领先。随着新能源汽车渗透率提升，电池技术也在加速发展，目前锂电池应用最为广泛，钠电池有望成为后起之秀形成互补。
- 政策加码新能源汽车渗透和充电基础设施建设。2023年6月2日，国常会研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，明确提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关。

2023年全国新能源车渗透率有望达36%



我国新能源汽车产业链布局较为完整，具有全球竞争力



资料来源：《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》，乘联会，NBD汽车，平安证券研究所

3.1 现代化产业体系 | 新兴产业建链：平台企业引领人工智能技术创新

- 近几年我国涌现出多家实力出众的互联网平台企业，在数字技术研发与产品开发等方面具备全球竞争力。
- 2023年初，OpenAI开发的Chat GPT大爆并引发全球关注，AIGC算法应用空间打开。目前我国主要的AI大模型包括百度文心、阿里通义、腾讯混元、华为盘古等。

以客户为中心的产业创新：互联网平台公司不断涌现并做大做强

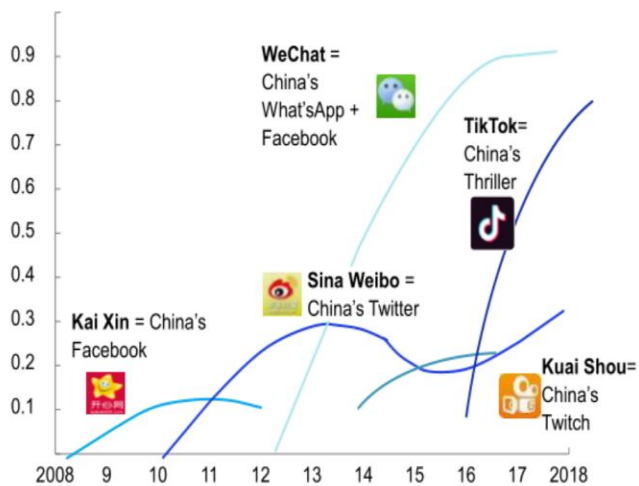
国内科技互联网巨头积极布局AI大模型

企业	大模型	芯片	应用
百度	文心一言	昆仑芯片	多轮对话，协助创作，更加注重to B方向的应用
阿里巴巴	通义千问	含光800芯片	多轮对话、文案创作、逻辑推理、多模态理解、多语言支持
华为	盘古	鲲鹏芯片	NLP大模型、CV大模型和科学计算大模型
腾讯	HunYuan	/	NLP、CV、多模态、文生图等大模型

AIGC在不同应用场景中的发展预期

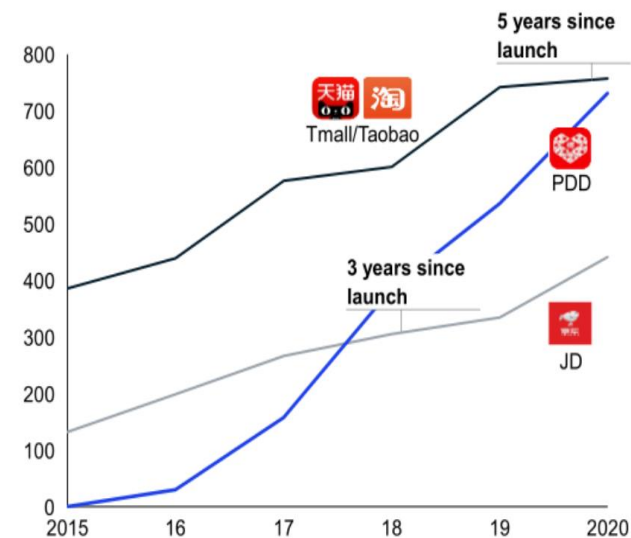
4 waves of social transitions occurred within 10 years

Popularity¹, MAU; Billions



eCommerce battle with new winner like PDD emerge

Annual active buyer², Million



资料来源：McKinsey analysis，百度，电子发烧友，平安证券研究所

	2020年之前	2020年	2022年	预计2023年	预计2025年	预计2030年
文本	垃圾邮件的检测和翻译 基础问答回复	基础文案写作 生成初稿	长篇写作 完善初稿	对论文等专业文本 内容垂直微调	终稿水平优于人类 平均水平	终稿水平优于专业 作家
代码	单行代码自动补齐	多行代码生成	更长篇幅 更高的准确度	更多种语言 更符合垂直行业的需求	文本到产品(终稿)	文本到产品终稿的效果 优于全职开发人员
图像			美术作品 商标 摄影作品	产品设计、建筑等 实物模型	产品设计、建筑等 终稿	终稿优于专业艺术家、 设计师、摄影师
视频/ 3D/ 游戏			3D、视频模型的初次 尝试	视频和3D文件的初 稿	完善初稿	AI Roblox 实现电子游戏和电 影个性化

大模型的实用情况：● 初次尝试 ● 基本完成 ● 准备就绪

3.1 现代化产业体系 | 传统产业升链：保障能源安全，促进绿色化智能化升级

- 深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快规划建设新型能源体系，确保能源安全。
- 钢铁、水泥等领域的低碳生产仍有待低碳技术突破和新材料的应用。

政策强调能源安全和能源结构转型升级

2022年3月
《“十四五”现代能源体系规划》

增强油气供应能力，**加大国内油气勘探开发。加强煤炭安全托底保障**，以发展先进产能为重点，加快推动落后煤矿关闭退出。加快推动能源绿色低碳转型，促进新能源占比逐渐提高，**推动煤炭和新能源优化组合。**

2022年10月
二十大

深入推进能源革命，**加强煤炭清洁高效利用，加大油气资源勘探开发和增储上产力度**，加快规划建设新型能源体系，统筹水电开发和生态保护，积极安全有序发展核电，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。

2023年3月
政府工作报告

发挥煤炭主体能源作用，增加煤炭先进产能。保粮食能源安全，稳步推进节能降碳，统筹能源安全稳定供应和绿色低碳发展，科学有序推进碳达峰碳中和。单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降。

2023年4月
《2023年能源工作指导意见》

增强能源保障能力&积极稳妥推进绿色低碳转型。原油稳产增产，天然气较快上产，煤炭产能维持合理水平，电力充足供应。深入推进能源领域碳达峰工作，加快构建新型电力系统，大力发展非化石能源，夯实新能源安全可靠替代基础，**加强煤炭清洁高效利用，重点控制化石能源消费**，扎实推进能源结构调整优化。

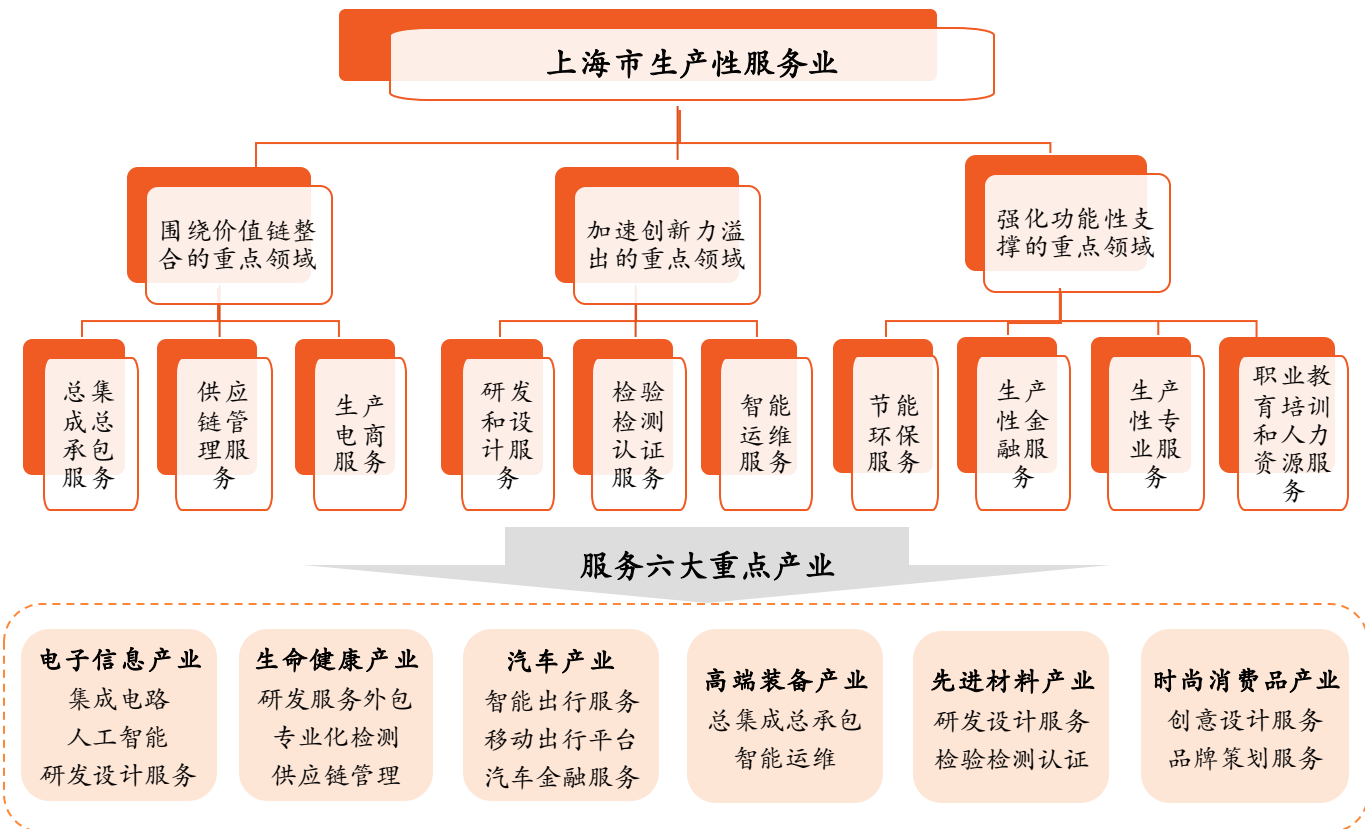
部分行业节能提效的转型路径



3.1 现代化产业体系 | 现代服务业：生产性服务业和生活性服务业并行发展

- 现代化产业体系从生产性服务业和生活性服务业两方面提出要求：一是推动生产性服务业与先进制造业、现代农业相融合；二是加快生活性服务业提质增效，提升服务供给与需求升级的适配性。

上海市生产性服务业发展“十四五”规划



全生命周期的服务消费需求



生育：放开“三胎”等鼓励生育政策的发布催化相关生育产业，如产前备孕、辅助生殖等。



美丽：随着大众对美丽需求的增长，医美、牙齿矫正、近视眼手术等相关服务消费长期市场空间广阔。

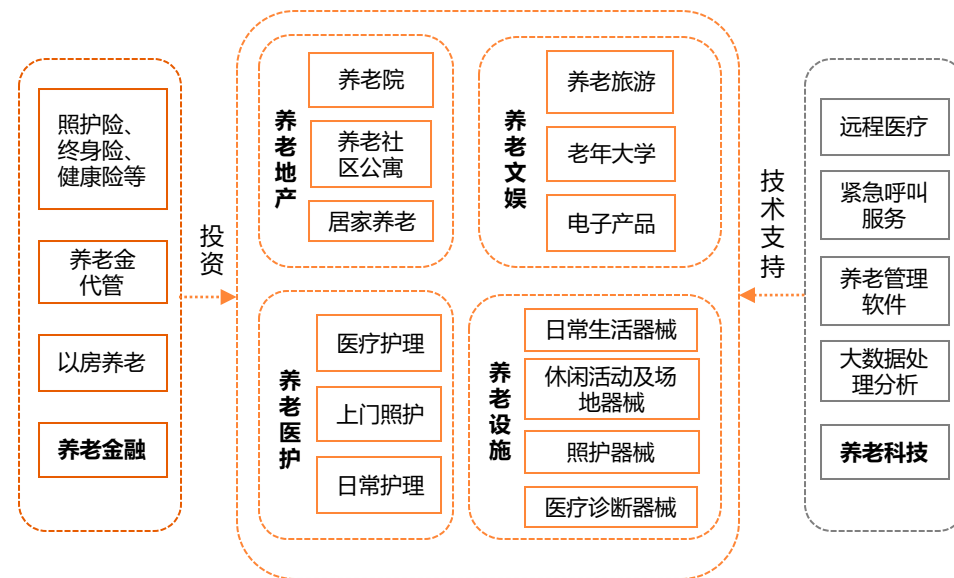


休闲：休闲服务需求旺盛，旅游产业受益，有利于旅行社、酒店和与旅行有关的交通行业，包括游轮。



健康养老：需求增加，加之第一批中产阶级退休在即，将推升中高端养老消费需求。

老龄化推动养老服务业发展

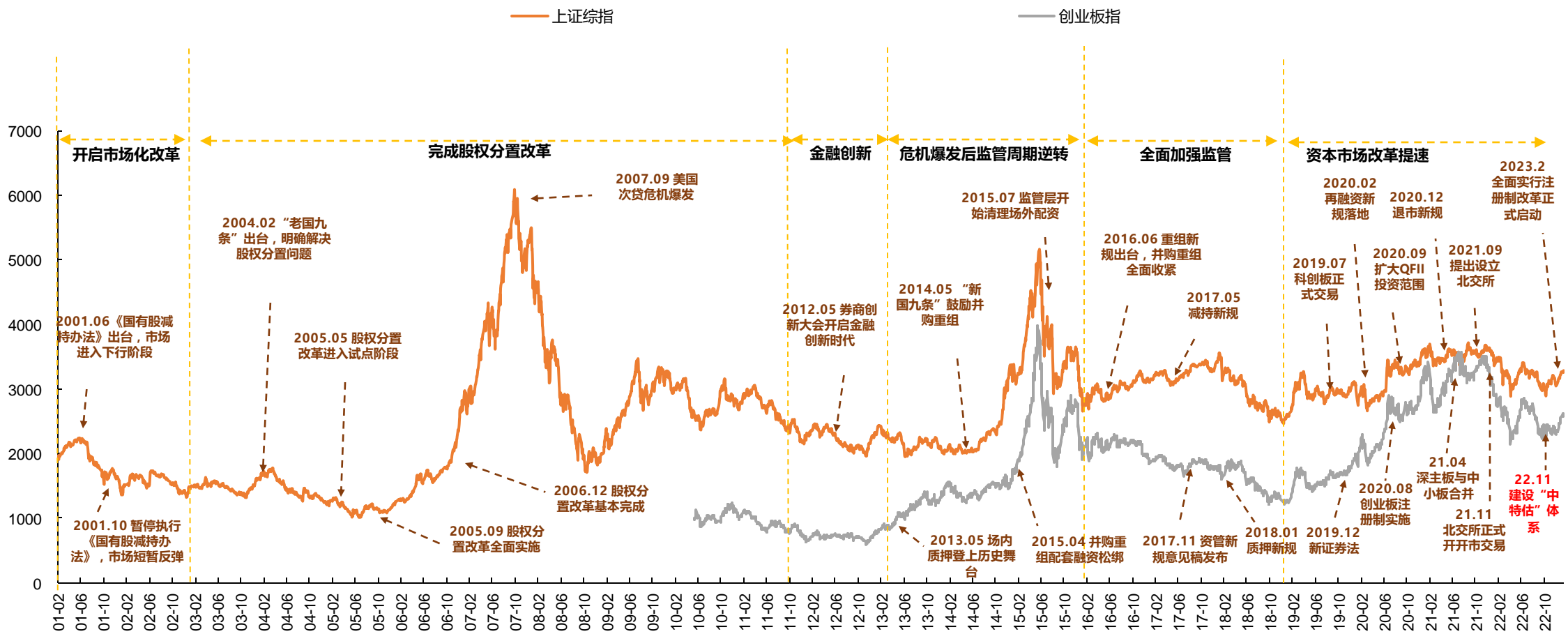


资料来源：Wind，《上海市生产性服务业发展“十四五”规划》，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 建设“中特估”体系是资本市场改革的新课题

- 资本市场的融资功能和资产定价功能助力经济转型和高质量发展。自2019年以来，以注册制改革为重要抓手的资本市场改革持续深化；2022年11月，时任证监会主席易会满提出“探索建立具有中国特色的估值体系”，进一步提升资本市场服务实体经济、助力转型发展的能力。

2019年以来以注册制改革为重要抓手的资本市场改革持续深化



资料来源：Wind，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 新一轮国企改革聚焦提高核心竞争力和增强核心功能

- 聚焦提高核心竞争力和增强核心功能，增加明确的业绩约束。自2022年10月二十大报告强调“深化国资国企改革”；到11月证监会主席易会满提出的“探索建立具有中国特色的估值体系”；再到2023年1月国资委优化央企经营指标为“一利五率”，新增考核ROE和营业现金比率，明确2023年央企经营目标为“一增一稳四提升”；再到3月国资委启动“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”；再到5月“科改行动”“双百行动”入围企业扩围。

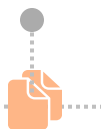
◎ 二十大以来高层关于国企改革的表述和政策举措

“二十大”报告：深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力



2022.10.16

易会满演讲：把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系



2022.11.21

上交所《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》《中央企业综合服务三年行动计划》：服务推动央企估值回归合理水平、服务助推央企进行专业化整合、服务完善中国特色现代企业制度



2022.12.2

中央企业负责人会议：优化中央企业经营指标体系为“一利五率”；目标为“一增一稳四提升”



2023.1.5

习近平《当前经济工作的几个重大问题》：国企改革要以提高核心竞争力和增强核心功能为重点



2023.2.15

2023.5.15



“科改行动”“双百行动”扩围：“科改企业”总数已达672家，“双百企业”总数已达580家

2023.3.5



两会政府工作报告：深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理

2023.3.3



国有企业对标世界一流企业价值创造行动：用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业

2023.2.28



中央企业提高上市公司质量工作专题会：下一步，要统筹推进中央企业高质量上市

2023.2.17



国资委张玉卓署名文章：推动中央企业在建设现代化产业体系、加快构建新发展格局上发挥“领头羊”作用，力争2023年中央企业制造业新增投资比重达到13%，战略性新兴产业布局比重提高2个百分点以上。

中国特色估值体系 | 央企经营业绩具备韧性，扩产意愿较强

- 观察A股最新业绩情况，国企经营业绩和信心相对优于民企，扩产意愿更强。2023Q1全A非金融非两油盈利增速为-5.6%，其中民企盈利增速为-5.4%，央企韧性凸显盈利增速为-2.4%，而地方国企盈利下行较大增速为-7.9%。资本开支方面，2023Q1国企资本开支增速为11.1%，高于民企的8.3%，其中央企和地方国企资本开支增速分别达9.3%和13.9%。
- 盈利能力来看，2021年以来国企ROE持续优于民企，其中地方国企ROE更为占优，但较海外一流企业仍有提升空间。

◎ A股/港股/海外一流企业最新财务指标对比

区域	板块	归母净利润增速 (%)				净资产收益率ROE(TTM) (%)				资本开支增速 (%)			
		2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1
A股市场 (剔除金融、石油石化)	全部A股	6.7	18.9	-2.5	-5.6	8.3	8.9	7.9	7.4	11.4	10.0	9.3	9.8
	中证民企	20.5	0.9	1.8	-5.4	9.5	8.3	7.6	7.0	22.8	28.2	13.3	8.3
	中证国企	2.1	25.4	-7.8	-5.3	8.3	9.5	8.2	7.7	5.5	-0.2	5.4	11.1
	中证央企	-3.5	20.4	-6.7	-2.4	7.9	8.7	7.7	7.3	8.0	-2.5	3.1	9.3
	中证地企	9.1	31.1	-8.9	-7.9	8.9	10.4	8.9	8.3	1.5	3.8	9.2	13.9
港股市场 (剔除金融、石油石化)	恒生指数成分股	8.9	8.6	-11.5	29.9	10.0	9.6	8.4	/	/	/	/	/
海外市场 (剔除金融、石油石化)	SP500指数成分股	-15.5	67.3	-10.5	-8.8	14.9	23.3	19.6	/	/	/	/	/
	日经225指数成分股	23.8	27.0	-9.4	-1.9	7.5	9.1	9.0	/	/	/	/	/
	法国CAC40指数成分股	-39.1	251.4	-20.2	-14.3	4.7	16.6	12.7	/	/	/	/	/

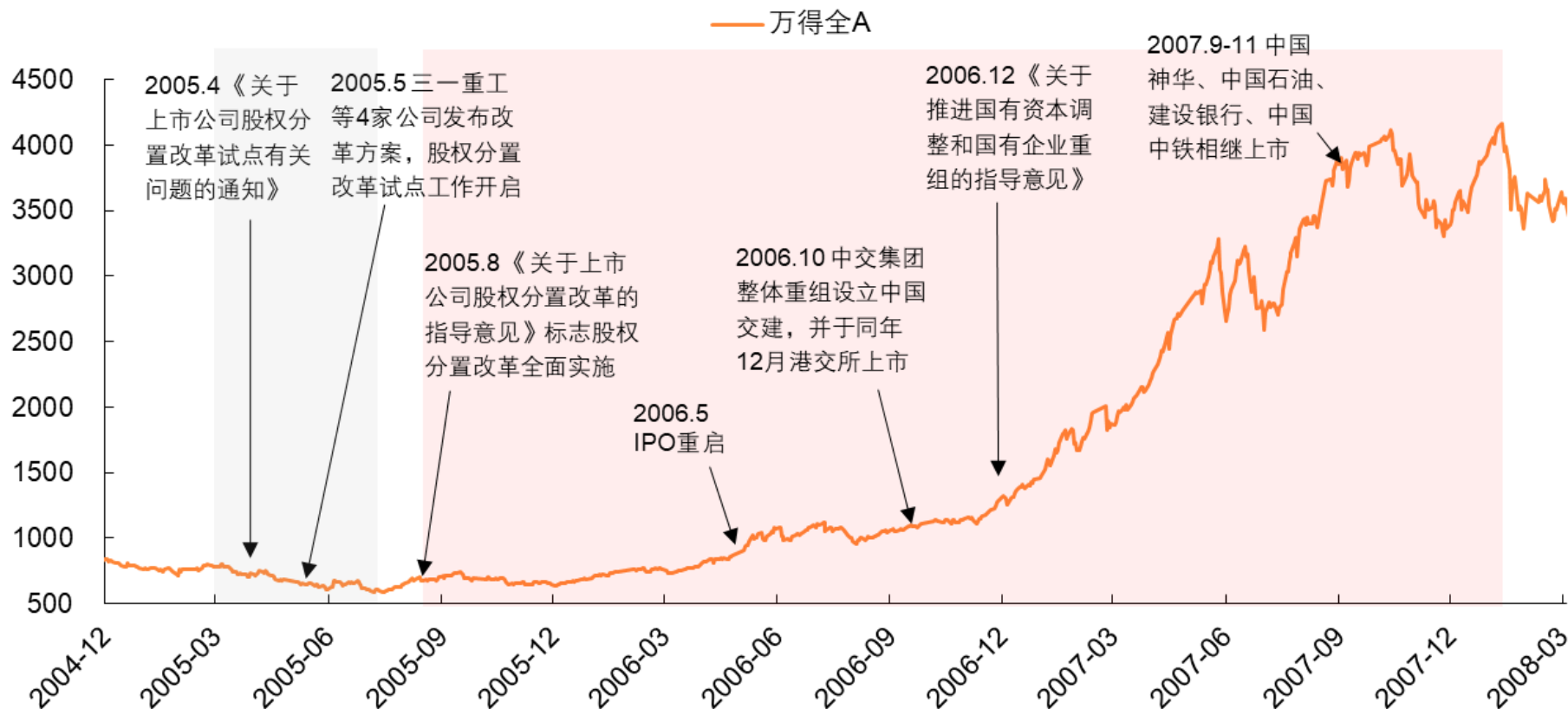
备注：A股市场的财务数据使用中国会计准则，港股市场和海外市场的财务数据使用全球GSD准则

资料来源：Wind，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 历史经验：06年股权分置改革推进，07年国企重组上市

- 第一阶段：股权分置改革启动，市场政策预期谨慎，A股市场波动为主（2005.04-2005.07）。
- 第二阶段：股权分置改革前期试点成功，市场预期转为乐观，A股指数行情启动（2005.08-2006.12）。
- 第三阶段：国有企业重组整合上市拉开序幕，叠加公募基金入市，A股市场迎来牛市（2007.01-2007.12）。

2006-2007年股权分置改革+国企重组整合上市加码A股牛市行情



中国特色估值体系 | 历史经验：16-17年混改提速+供给侧改革改善业绩催化行情

- 根据政策出台前后划分为两个大阶段：

2014-2017年国企改革行情各阶段的指数、区域、以及行业的涨跌幅表现 (%)

- 第一阶段是2013年11月至2015年8月：

中央顶层设计未出，地方政府改革先行，市场定价逻辑由政策预期主导，行情从“炒地图”向指数行情演化，行情持续性在于政策落地情况。

- 第二阶段是2015年9月至2017年末：国

企改革的顶层设计及混改方案出台，供给侧改革拉开序幕，市场定价逻辑转向改革推进情况和业绩兑现，国企的“绝对+超额”行情持续近一年半，结构上煤炭、钢铁等政策重叠、业绩预期改善的板块表现突出。

类别	第一阶段：国企改革顶层设计未出						第二阶段：国企改革顶层设计已出			
	2013.11-2014.06		2014.07-2014.12		2015.01-2015.08		2015.09-2016.06		2016.07-2017.12	
指数层面	万得全A	1.7	万得全A	51.6	万得全A	12.4	万得全A	2.3	万得全A	10.2
	中证国企	-4.1	中证国企	62.8	中证国企	1.3	中证国企	-7.5	中证国企	15.4
	中证央企	-3.3	中证央企	74.9	中证央企	3.5	中证央企	-13.8	中证央企	17.2
	中证地企	-4.7	中证地企	53.5	中证地企	-0.9	中证地企	-1.5	中证地企	13.9
	国企改革	-0.7	国企改革	42.9	国企改革	13.7	国企改革	-21.1	国企改革	27.5
区域结构	Wind广东国资改革	12.2	Wind广东国资改革	48.7	Wind广东国资改革	24.2	Wind广东国资改革	1.8	Wind广东国资改革	-6.2
	Wind贵州	12.1	Wind贵州	36.2	Wind贵州	14.3	Wind贵州	20.4	Wind贵州	75.3
	Wind浙江	8.6	Wind浙江	24.8	Wind浙江	32.7	Wind浙江	12.9	Wind浙江	2.8
	Wind江苏	6.5	Wind江苏	36.1	Wind江苏	27.7	Wind江苏	9.7	Wind江苏	2.3
	Wind广东	4.2	Wind广东	51.8	Wind广东	11.1	Wind广东	8.4	Wind广东	26.8
行业结构 (仅选取 区间涨幅 居前十行业)	计算机	33.2	非银行金融	153.9	通信	55.8	电子	20.0	食品饮料	62.4
	国防军工	19.3	建筑	111.6	消费者服务	52.6	综合	18.0	家电	62.0
	电子	14.2	交通运输	80.1	轻工制造	49.2	计算机	16.4	钢铁	35.6
	消费者服务	13.8	房地产	75.8	纺织服装	48.4	食品饮料	16.3	煤炭	32.4
	通信	12.2	钢铁	73.1	农林牧渔	44.8	通信	15.0	银行	25.4
	轻工制造	10.7	银行	73.0	计算机	42.8	有色金属	15.0	建材	25.4
	电力设备及新能源	10.1	电力及公用事业	68.9	国防军工	41.6	汽车	14.1	非银行金融	23.7
	汽车	9.1	煤炭	54.1	机械	34.9	基础化工	11.8	石油石化	19.8
	传媒	8.7	综合	52.9	基础化工	34.0	家电	11.4	建筑	17.1
	机械	7.2	国防军工	49.1	电子	33.3	非银行金融	8.7	电子	13.8

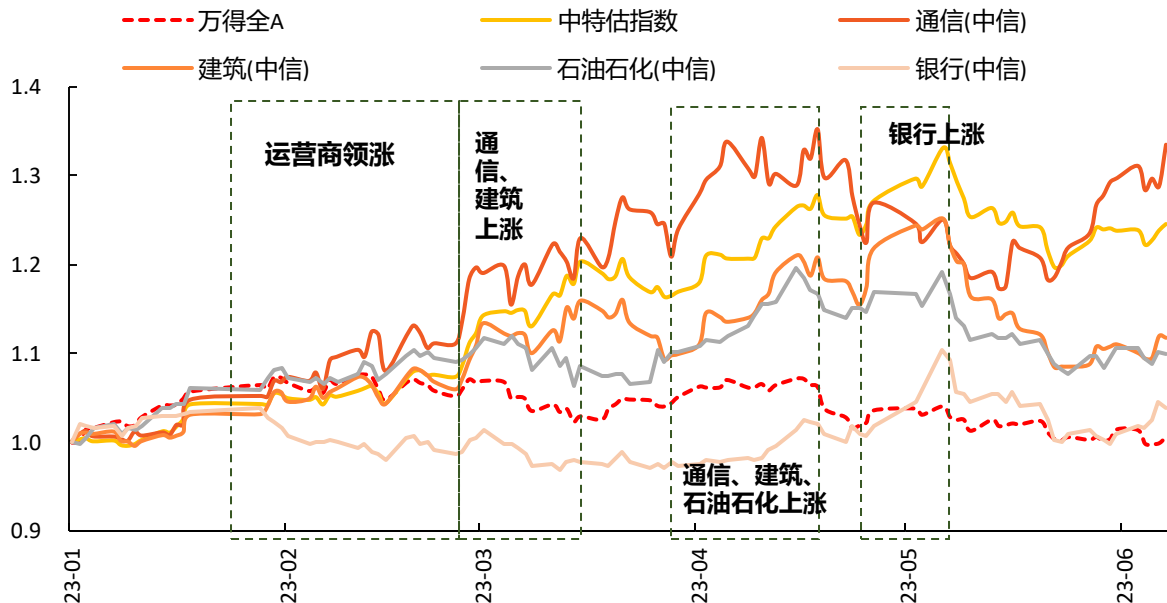
注：各阶段涨跌幅统计起点为月初，终点为月末；行业涨跌幅为中信一级行业指数涨跌幅；灰色底纹为混改重点行业，黄色底纹为供给侧改革重点行业

资料来源：Wind，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 本轮表现：运营商-建筑-石油石化-金融轮动叠加上涨

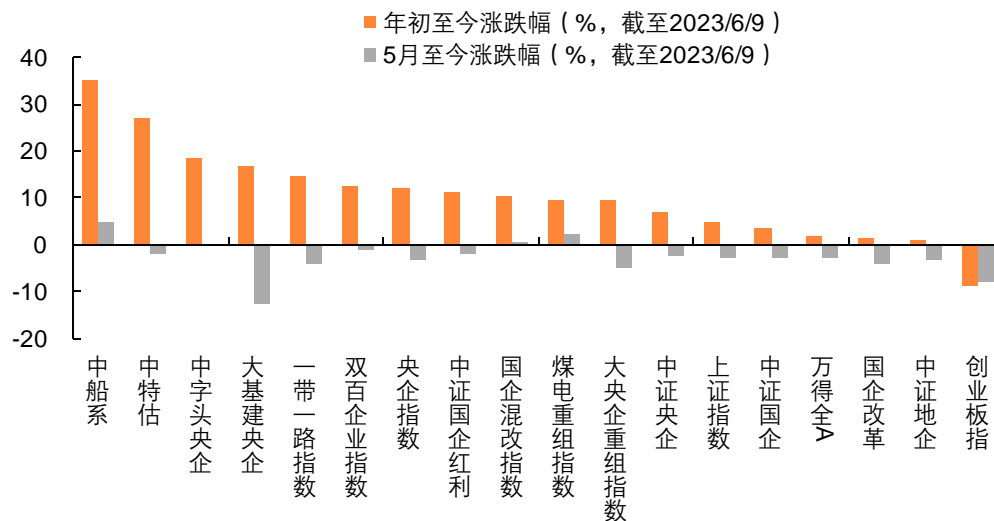
- 年初至今，中特估指数涨27%，相关指数普遍跑出超额收益，行情体现为运营商/建筑/石油石化/金融轮动上涨。
- 5月，受经济预期下修和官媒发声“中特估不是干拔估值”的影响，中特估板块持续调整，指数最大回撤幅度普遍在10%左右。内部结构上，前期上涨较多的建筑、石油石化、TMT板块的调整幅度较大，而电力、医药、金融和制造业相对占优。

2023年以来中特估行情体现为运营商/建筑/石油石化/金融轮动上涨 (以2023/1/3指数收盘价为基准标准化处理)



资料来源：Wind，平安证券研究所，数据截至2023/6/9

2023年以来国企改革及“中特估”相关指数普遍跑赢大盘



5月“中特估+”通信/建筑/能源调整，电力/医药/金融/制造上涨

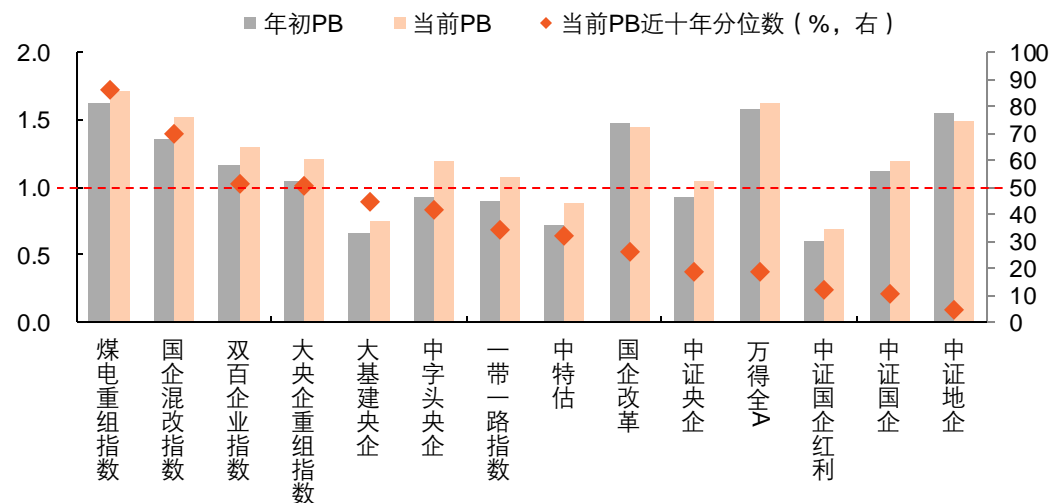
板块	区间涨跌幅 (流通市值加权平均, %)					
	1月	2月	3月	4月	5月	年初至今
中特估-电力	-0.1	3.8	3.0	7.0	5.2	17.3
中特估-医药	5.9	5.2	14.4	14.4	3.3	40.0
中特估-金融	0.9	-0.5	4.8	10.0	2.2	23.3
中特估-制造	6.1	4.3	9.4	7.5	2.1	25.1
中特估-TMT	13.6	10.0	12.0	-0.1	-4.4	43.4
中特估-能源	3.5	1.1	11.2	22.7	-5.0	44.3
中特估-通信	18.4	11.5	8.5	4.9	-7.5	49.4
中特估-建筑	3.1	3.2	7.5	19.3	-12.4	21.8

注：上表中“中特估+xx”使用中特估指数成分股及中信行业分类后得出

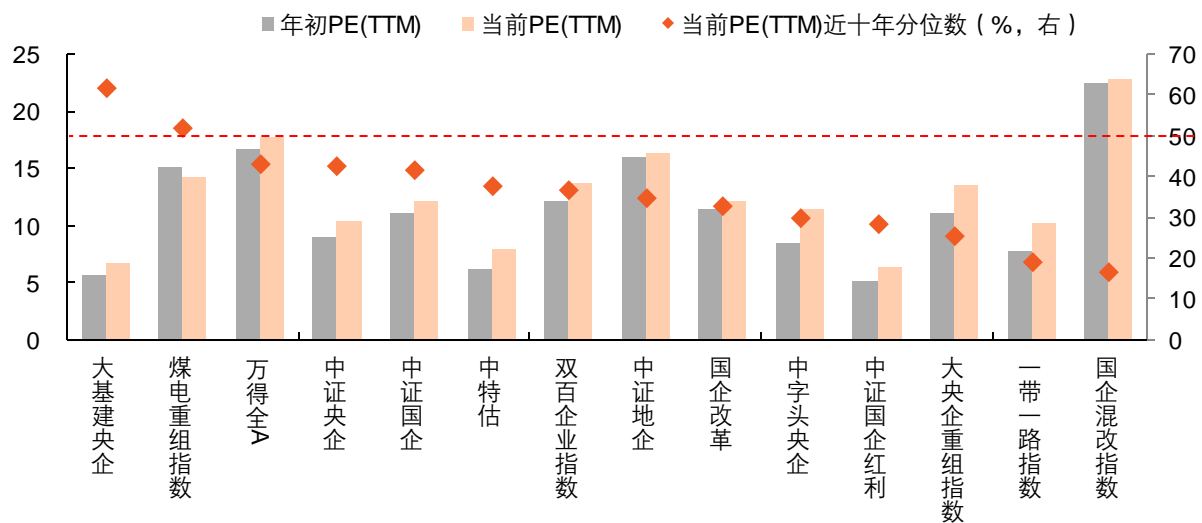
中国特色估值体系 | 本轮表现：估值仍有修复空间，股息率仍有优势

- 从PE来看，年初以来中特估相关指数PE修复程度普遍在10%以上，但PE分位水平仍在历史均值以下，未来仍有修复空间。
- 从PB来看，中特估相关指数PB估值较年初普遍修复，但多数指数的PB分位水平仍在历史均值以下。
- 从股息率来看，年初以来中特估相关指数股息率普遍下降，但较大盘仍有明显优势。

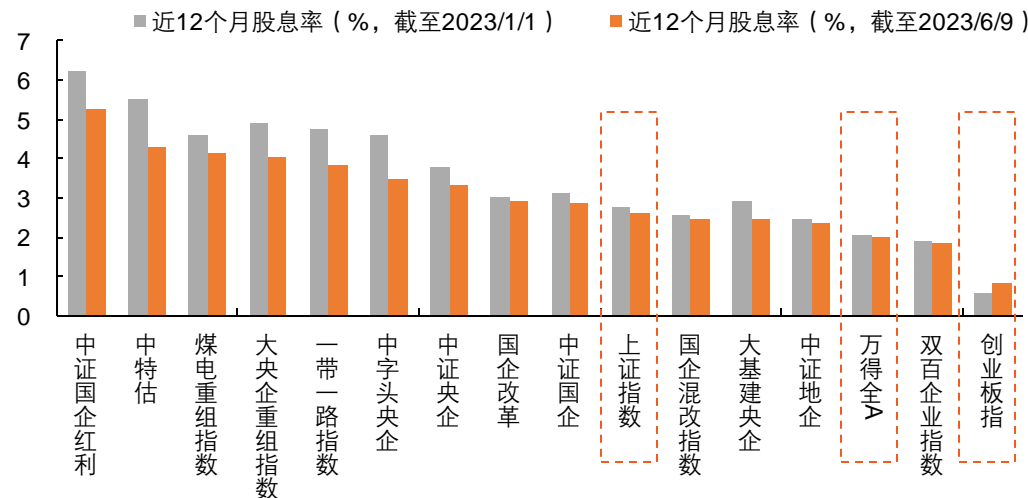
2023年以来“中特估”相关指数的PB估值显著修复



2023年以来“中特估”相关指数的PE估值显著修复



2023年以来“中特估”相关指数股息率下行但仍有优势



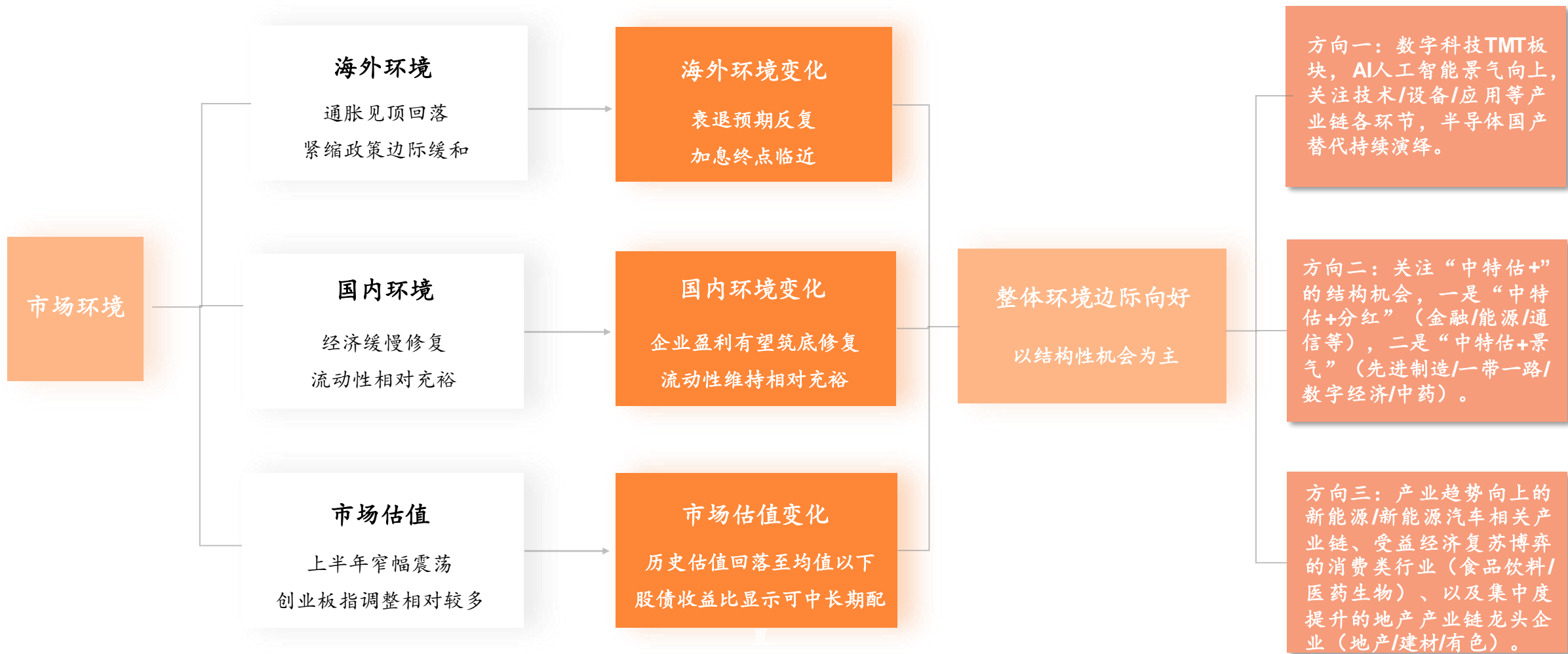
资料来源：Wind，平安证券研究所，数据截至2023/6/9



CONTENT 目录

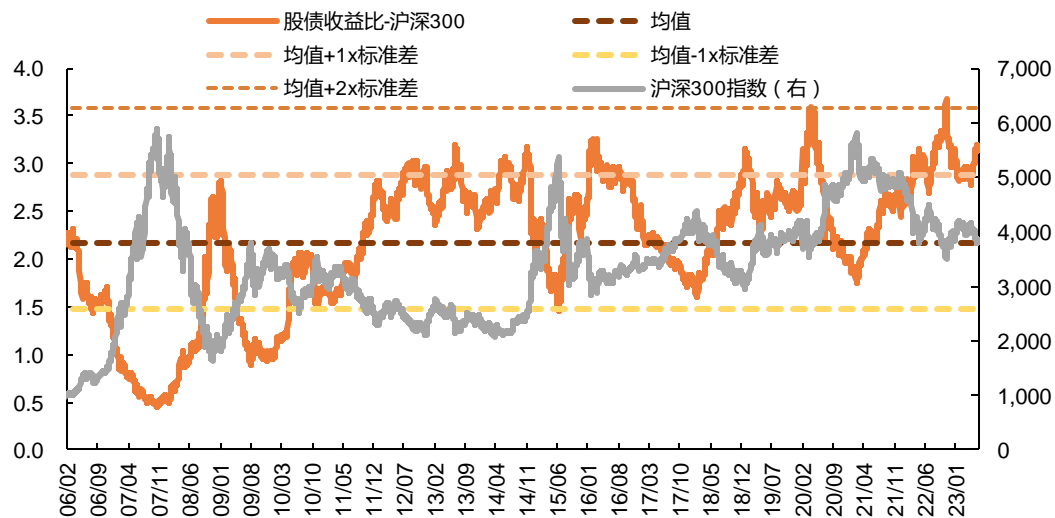
- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

4.1 A股展望 | 把握高质量发展下的结构性主线

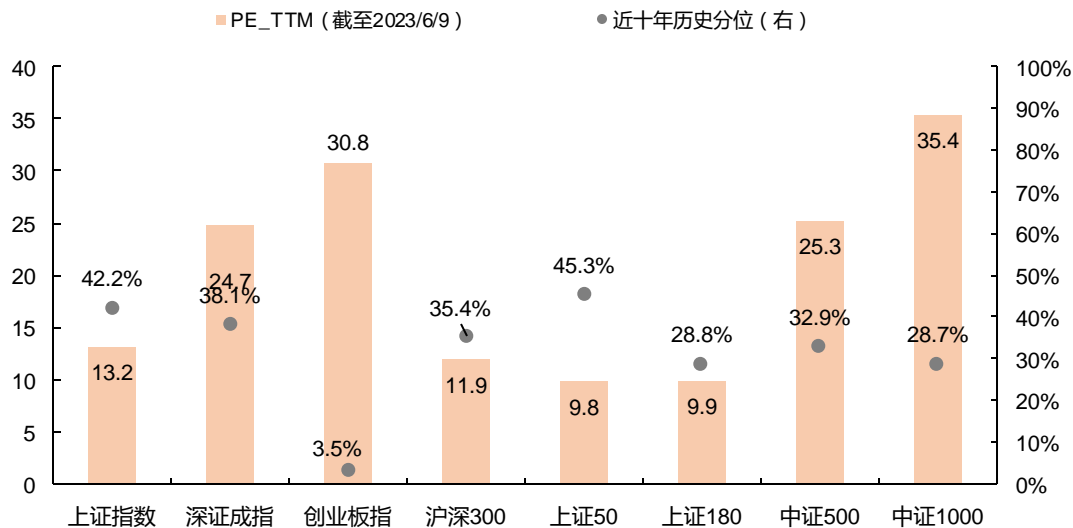


4.1 A股展望 | 权益处于中长期配置区间

● 沪深300股债收益比处于近十年94%分位水平



● 主要指数估值在历史50%分位以下水平



● 中信行业估值及近十年历史分位

行业	累计涨跌幅 (%截至2023/6/9)		PE估值 (截至2023/6/9)		PB估值 (截至2023/6/9)	
	年初以来	6月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
传媒	53.99	5.51	223.37	97.5%	2.93	48.9%
通信	38.81	4.49	22.80	10.1%	1.92	14.0%
计算机	34.83	3.20	112.68	71.4%	4.32	45.4%
建筑	13.30	1.13	10.80	46.8%	1.00	21.5%
家电	11.08	6.86	15.68	22.6%	2.64	22.4%
石油石化	10.63	1.44	10.65	10.9%	1.19	48.1%
电子	9.76	-2.54	64.35	79.4%	3.41	23.3%
电力及公用事业	6.47	-1.17	27.98	80.5%	1.82	51.0%
非银行金融	5.12	1.42	15.72	30.3%	1.29	9.1%
银行	4.26	3.70	5.09	20.0%	0.58	8.6%
机械	2.06	-2.33	34.65	15.2%	2.41	33.4%
综合金融	1.32	0.37	66.57	96.2%	1.32	/
纺织服装	0.93	1.33	36.06	71.8%	1.78	14.7%
有色金属	0.31	2.78	14.78	0.9%	2.26	26.6%
汽车	-1.69	1.08	35.92	72.5%	2.10	35.0%
轻工制造	-1.98	1.56	35.41	56.0%	2.07	4.2%
钢铁	-2.62	0.07	44.67	75.4%	0.97	17.9%
国防军工	-2.78	-3.60	66.94	38.9%	3.18	37.4%
煤炭	-3.34	2.30	6.23	0.2%	1.24	47.3%
商贸零售	-3.41	2.81	/	/	1.55	38.0%
医药	-3.72	-2.90	40.79	54.0%	3.40	4.5%
交通运输	-3.96	0.41	32.08	84.1%	1.47	19.6%
建材	-7.52	3.82	22.23	64.6%	1.35	0.6%
食品饮料	-8.56	0.82	30.44	39.6%	5.84	56.8%
基础化工	-10.25	0.06	21.02	13.4%	2.30	22.9%
电力设备及新能源	-10.50	-2.87	22.43	0.1%	2.98	46.1%
农林牧渔	-10.63	1.98	50.14	53.7%	2.79	12.7%
房地产	-10.88	4.44	/	/	0.90	1.2%
综合	-11.87	-1.57	/	/	1.85	40.4%
消费者服务	-24.52	0.64	198.48	85.8%	4.08	47.1%

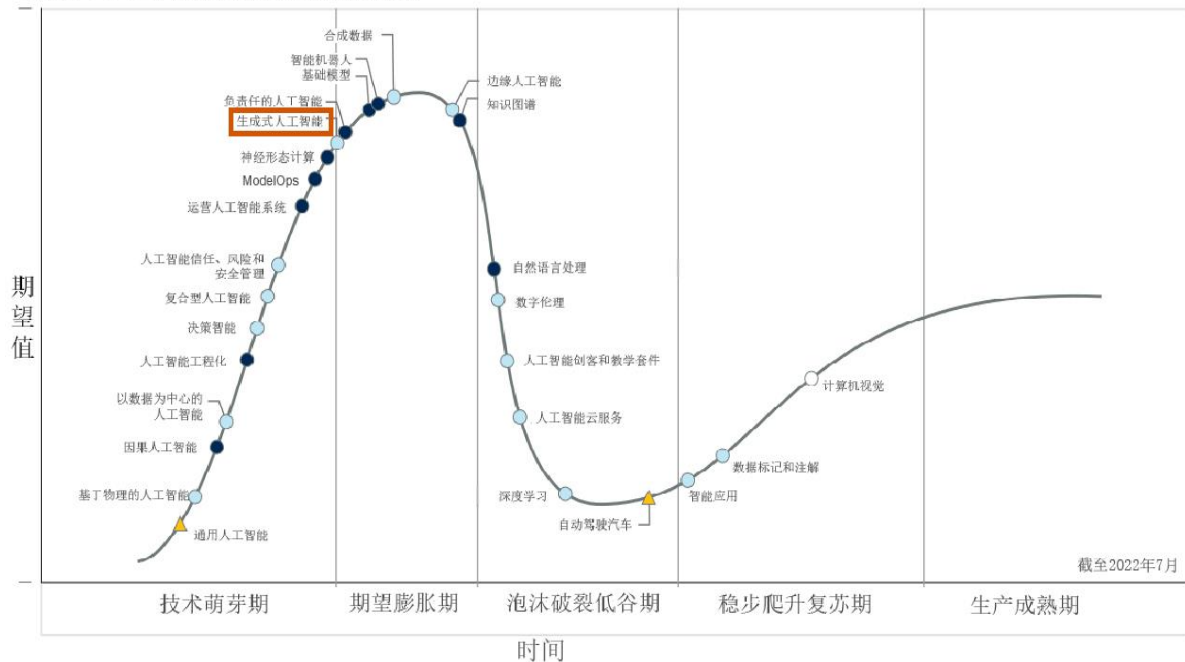
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 数据统计截至2023年6月9日

4.2 方向一 | 数字科技：AI人工智能景气向上，关注技术/设备/应用全产业链

- 伴随着Chat GPT的催化，国内AIGC产业链迎来投资机遇期，相关设备研发和基础设施建设企业有望继续受益，应用端企业收入增长也值得关注。近年来AIGC的算法、数据质量等要素有着显著提升，文本、图片/视频、代码等技术能力快速发展，在办公、游戏、教育、医疗等赛道都显示出非常强的应用潜力。

生成式AI从技术萌芽期走向期望顶峰 (Gartner技术曲线)

2022年人工智能技术成熟度曲线



AIGC的应用场景

➤ 文本生成

自主创作
类人聊天
智能搜索
文章写作辅助
辅助编程
.....

根据使用场景，可分为非交互式文本生成和交互式文本生成。

➤ 视频生成

长视频生成
动画制作
视频自动编辑
短视频生成
文字生成视频

视频生成可分为视频编辑、视频自动剪辑和端到端视频生成。

➤ 图像生成

医疗影像生成
建筑建模创作

文字生成图片
图片编辑
图像转图像

根据使用场景，可分为图像编辑工具和端到端图像生成。

➤ 游戏生成

NPC生成
场景生成

虚拟数字人
剧情生成
代码编写

游戏生成主要包括游戏元素生成和游戏策略生成。

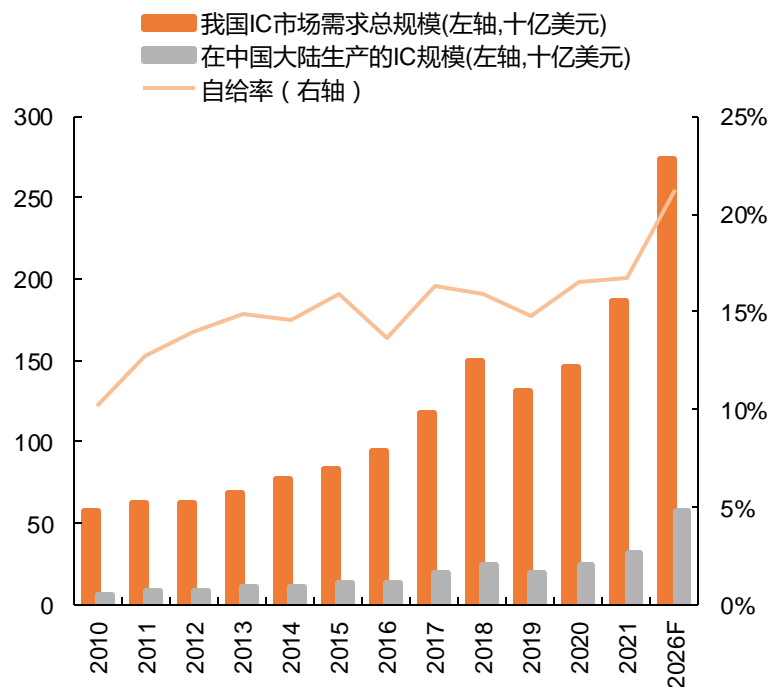
4.2 方向一 | 数字科技：半导体国产替代持续

- 半导体产业国产替代空间较大。全球晶圆产能正逐步向我国转移，2015-2021年，中国大陆生产的晶圆产能在全球的占比从9.7%逐步升至16%，据SEMI预计，到2024年将进一步提高到20%左右。并且，近两年国内新建晶圆厂数量持续增加，有望带动国内晶圆产能上行。
- 半导体产业周期有望筑底修复。目前主流机构对于半导体行业市场规模全年增速的预测较上半年降幅收窄，下半年有望迎来底部边际改善。

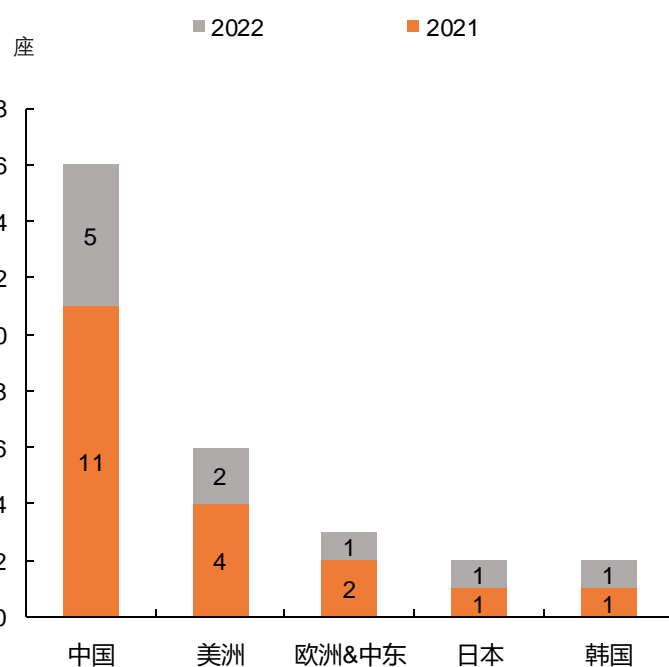
各机构对于全球半导体市场规模增速预测

预测机构	预测时间	2023E	2024E
Gartner	2023.4	-11.2%	18.50%
Cowan LRA Model	2023.5	-12.70%	-
Future Horizons	2023.5	-20.0%	-
SI	2023.5	-15.0%	9.0%
WSTS	2023.6	-10.3%	11.8%
IDC	2023.2	-7.0%	14.3%

我国IC自给率逐年提升



近两年我国新建晶圆厂数量高增



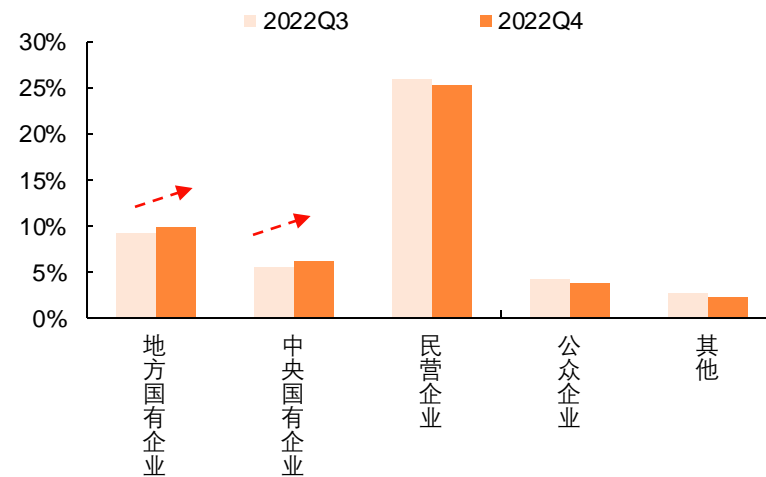
方向二 | 中特估：资金加码配置，ETF增量资金加速入场

- 2023年以来公募和北上资金加码配置国有上市公司，国企主题相关的新申报基金数量明显增长，已发行或正在申报中的央企红利、科技、现代能源、改革相关的ETF基金申报数量有13只，申报受理审批时间明显缩短。

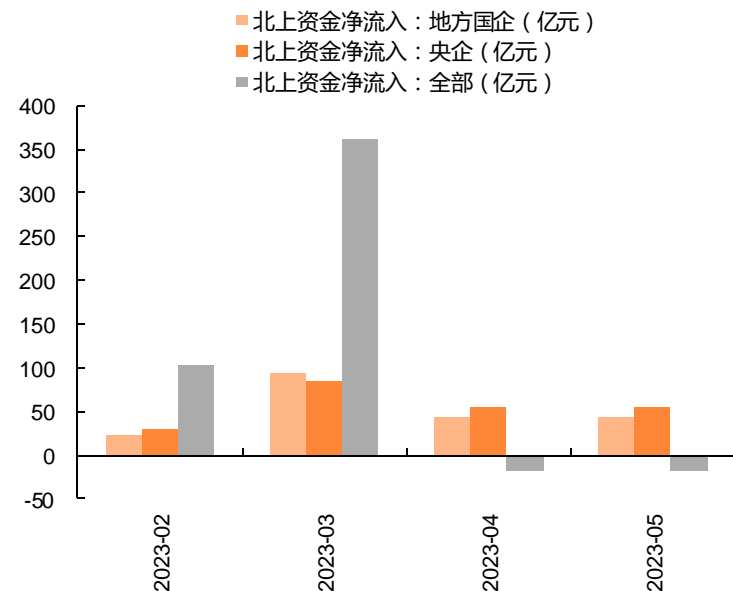
“中特估”新发ETF及正在申报中ETF统计

基金管理人	基金名称	跟踪指数	申请材料接收日	受理日	审查决定日	基金发行日	基金成立日	募集规模
华泰柏瑞基金	华泰柏瑞中证中央企业红利	中证央企红利	2022-11-04	2023-03-02	2023-03-24	2023-05-04	2023-05-18	20亿元
汇添富基金	汇添富中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
广发基金	广发中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
招商基金	招商中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
易方达基金	易方达中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
富国基金	富国中证国有企业改革		2023-03-20					
嘉实基金	嘉实中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
南方基金	南方中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
银华基金	银华中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
工银瑞信基金	工银瑞信中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
博时基金	博时中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
华安基金	华安中证国有企业红利		2023-03-20	2023-03-24				
鹏扬基金	鹏扬中证国有企业红利		2023-02-27	2023-03-06				

偏股型基金重仓持股市值占基金净值比 (%)



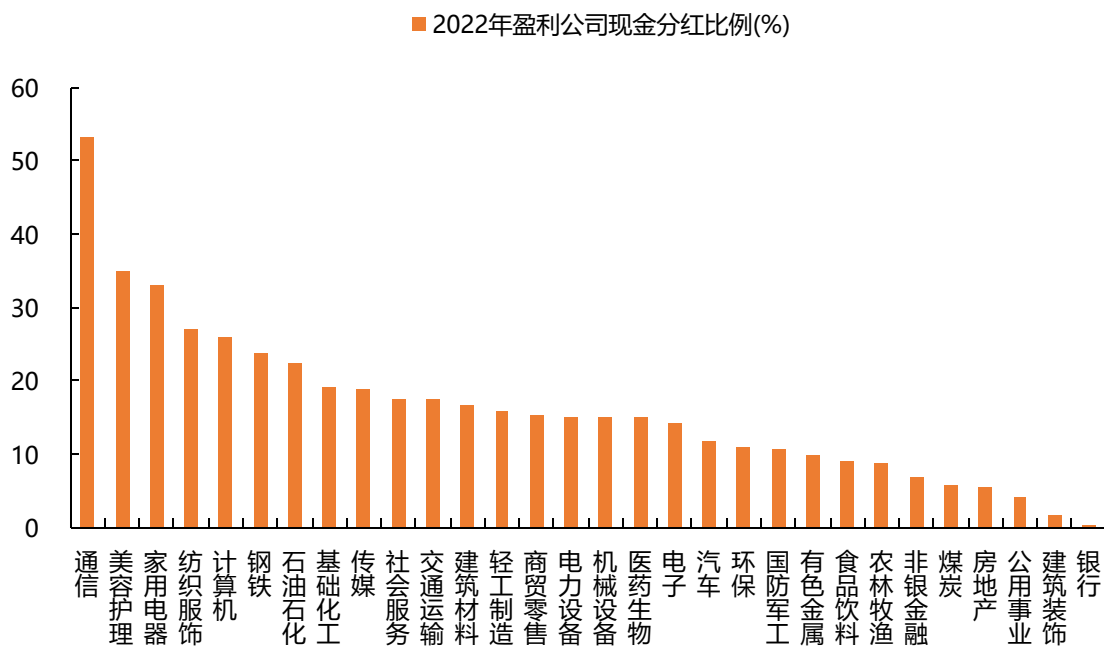
4-5月北上资金整体净流出但继续净流入国企



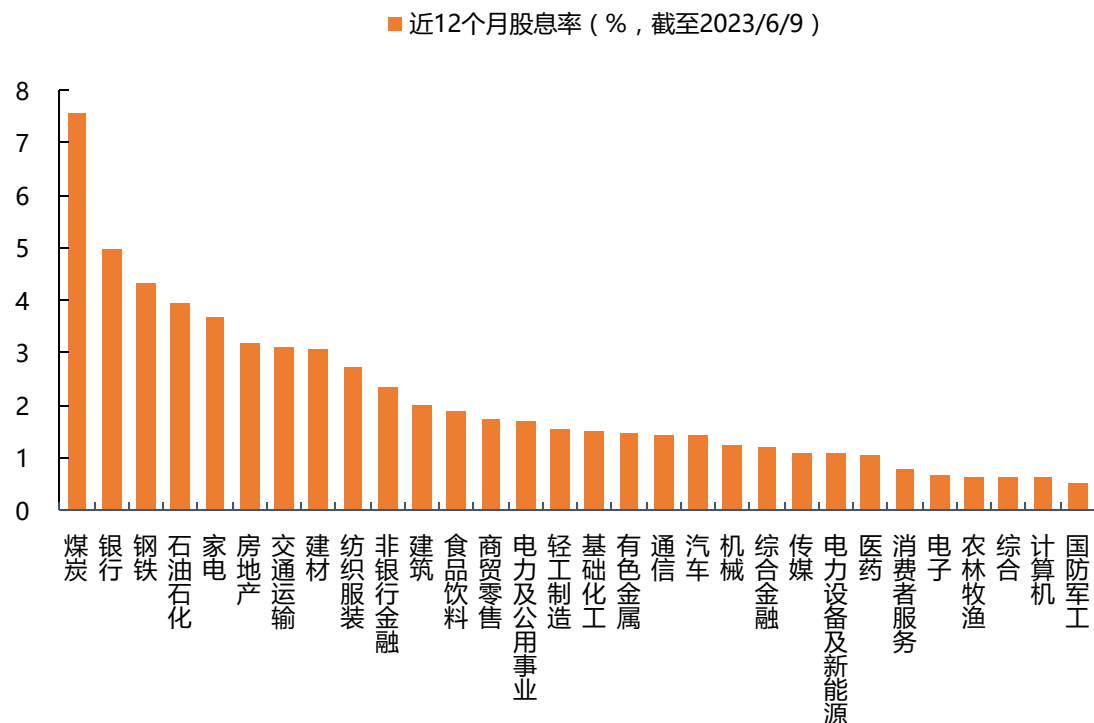
方向二 | 中特估：关注“中特估+分红”和“中特估+景气”两条细分主线

- 在经济弱复苏及政策支持加码的环境下，建议关注“中特估+”的结构机会，重点关注两条细分主线：
- 一是“中特估+分红”（分红相对稳健占优的金融/能源/通信等）。
- 二是“中特估+景气”（先进制造/一带一路/数字经济/中药等）。

2022年报告期现金分红比例较高的集中在通信/能源



能源/金融板块的股息率具备明显优势

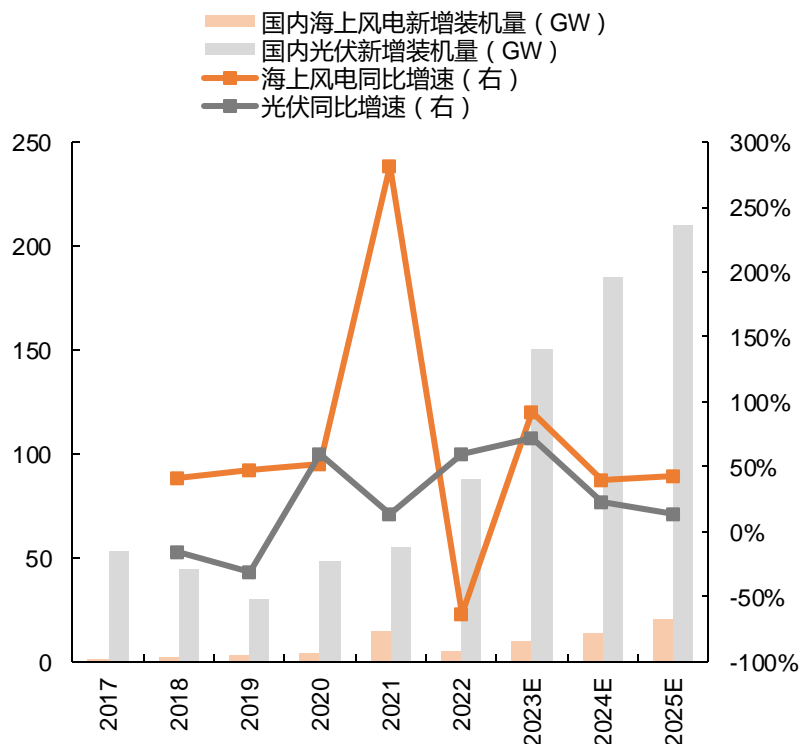


4.2 方向三 | 超跌反弹：部分行业的悲观预期修复的阶段性的机会

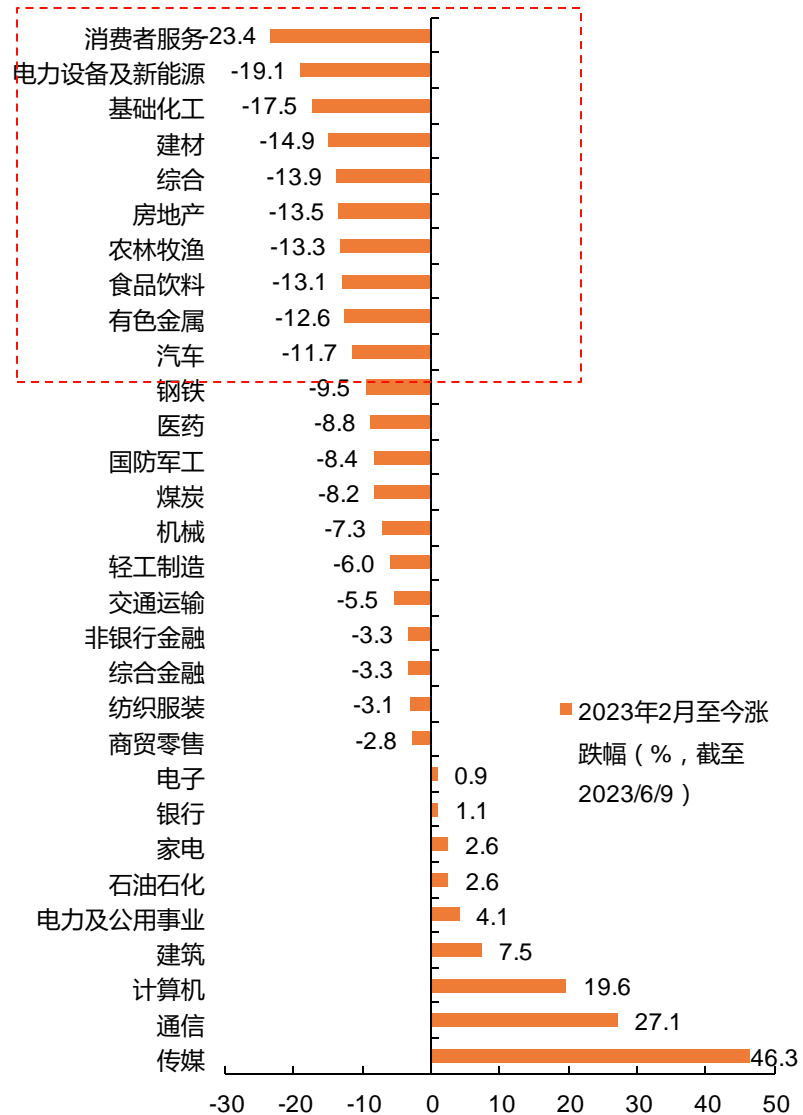
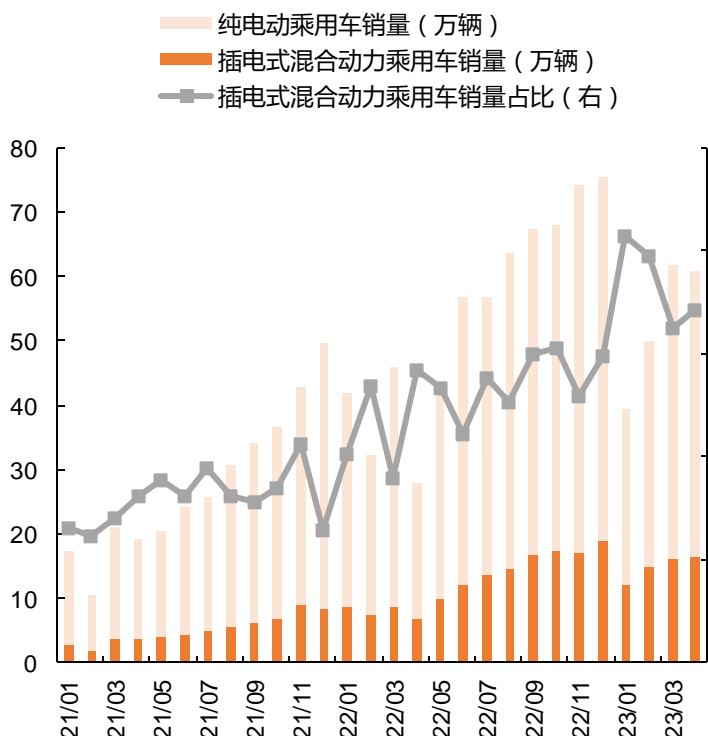
- 部分行业自2月以来调整幅度在10%以上，存在悲观预期修正的阶段性的超跌反弹机会。例如产业趋势向上的新能源/新能源汽车相关产业链、受益经济复苏博弈的消费类行业（食品饮料/医药生物）、以及集中度提升的地产产业链龙头企业（地产/建材/有色）。

2月至今新能源/地产/消费板块调整较多

我国海上风电和光伏新增装机量及预测



插电式混动乘用车销售占比持续提升



资料来源：Wind, CPIA, 国家能源局, 中国风能协会, 平安证券研究所



风险提示

- 1、宏观经济下行超预期。**倘若大幅下行，国内市场需求相应承压带来上市公司企业盈利大幅下滑以及相应信用市场违约冲击的流动性风险。
- 2、金融监管以及去杠杆政策加码超预期。**在流动性收紧的环境下，倘若金融监管出台政策出台节奏超出市场预期，中小金融企业经营压力也会加剧，流动性会遭受较大负面影响。
- 3、海外资本市场波动加大。**全球风险资产波动加大，随着我国资本市场对外开放的加强，外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

花开有时

——2023年下半年海外与港股策略

证券分析师

薛威 投资咨询资格编号： S1060519090003/BQL518

魏伟 投资咨询资格编号： S1060513060001/BOT313

2023年6月13日



港股以及海外市场展望框架



CONTENT 目录

- ◎ 第一部分：双重冲击下，港股2022H1震荡走低
- ◎ 第二部分：全球股市优于债市，贵金属领涨商品
- ◎ 第三部分：下半年把握港股两大机遇期与三条主线

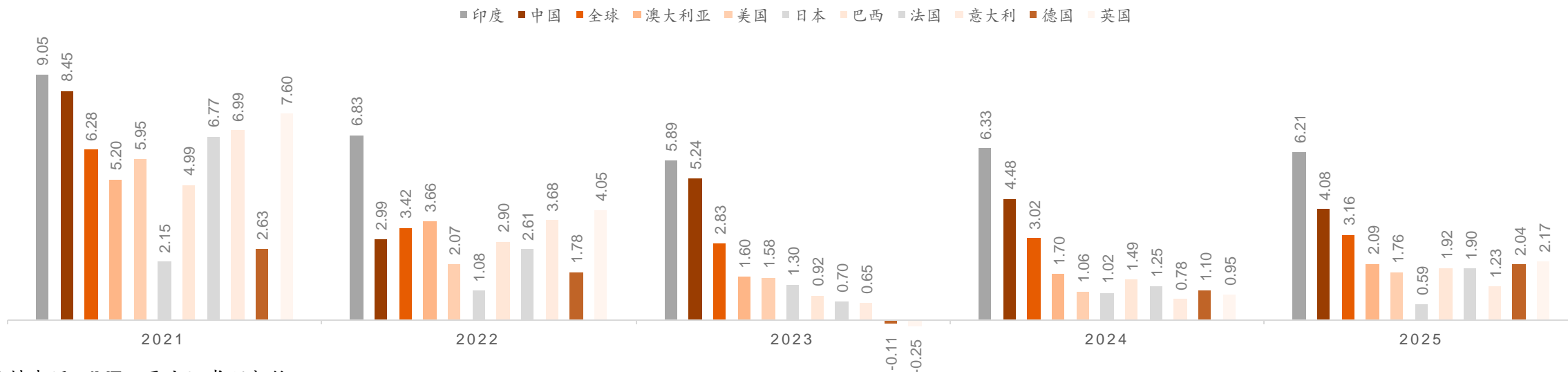
扫描它 查找报告文件



1.1 全球经济预期好转，增速展望有所上调

- 2023年全球经济展望较年初的悲观状态出现好转，但通胀韧性超预期。
 - 全球经济增长的预期好转：根据IMF的最新预测，全球经济增速在2023年将上修为2.8%，高于2022年10月预测的2.7%；并预计2024年将上升至3.0%；
 - 全球通胀率的缓和：全球通胀缓和，主要体现在能源和粮食价格的大幅回落，但通胀韧性较强；根据IMF的最新预测，预计2023年全球核心通胀为5.1%，高于年初预测目标水平达0.6个百分点；
 - 全球货币政策和财政政策出现变数：美联储、欧央行加息进入尾声，各国财政政策也出现退坡，美元流动性仍趋紧。

IMF全球经济增长率2021-2025年最新预测

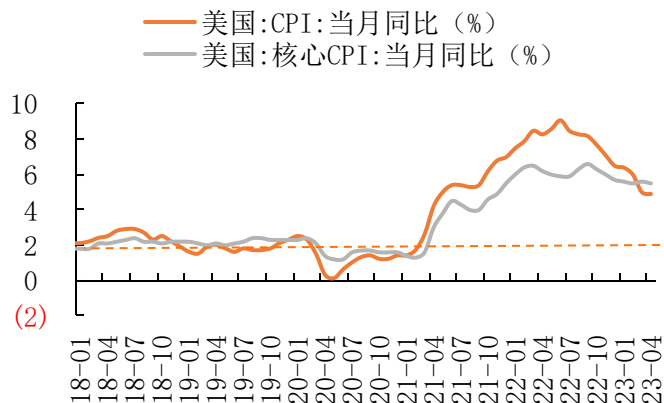


资料来源：IMF，平安证券研究所

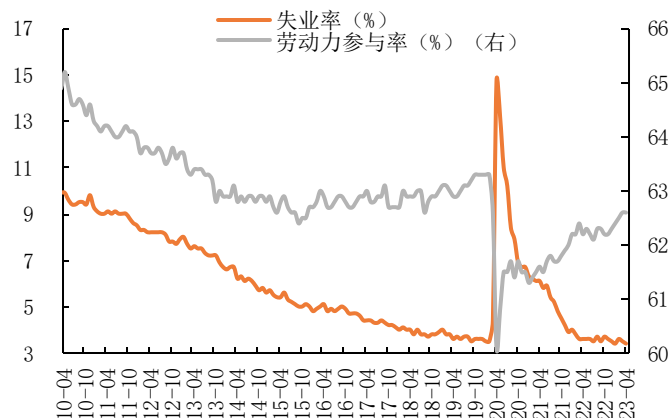
1.2 美国经济：衰退未至，韧性较强

- 美国经济增速回落，就业市场依然强劲，消费维持韧性，制造业与服务业整体回暖。
- GDP增速：2023年一季度，美国实际GDP环比增长折年率为1.1%，较2022年四季度的2.6%有所下滑，但在银行业危机和高利率环境下仍保持正增长；
- 就业：整体景气，结构分化；强非农与低失业率印证美国就业市场的高景气，但互联网、IT等高薪领域裁员潮仍在演绎；
- 消费：2023年美国零售销售的月率环比一月来超预期回暖，之后再度下降，直到4月缓慢回暖；
- 产业：2023年1月至5月，美国制造业PMI回暖后小幅下降，而服务业PMI持续上升至55.1。

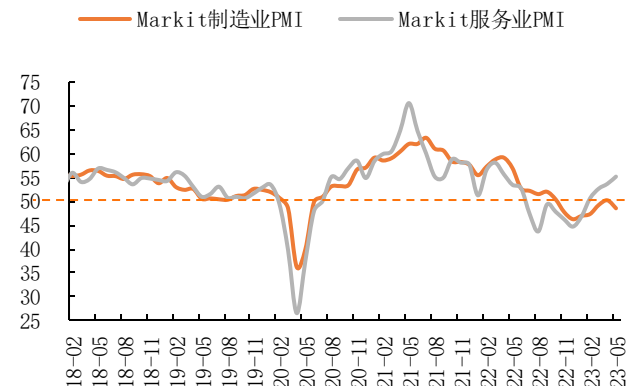
① 美国CPI当月同比



② 美国失业率和劳动参与率



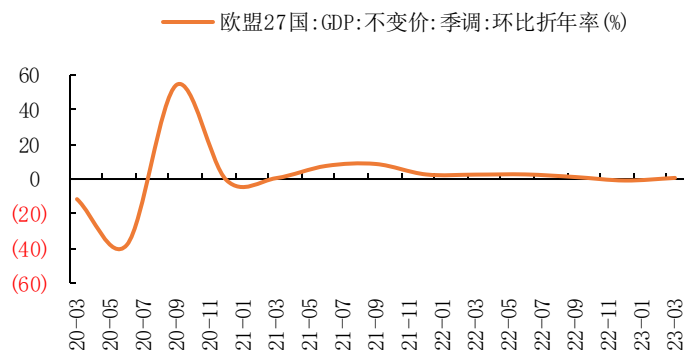
③ 美国Markit制造业和服务业PMI



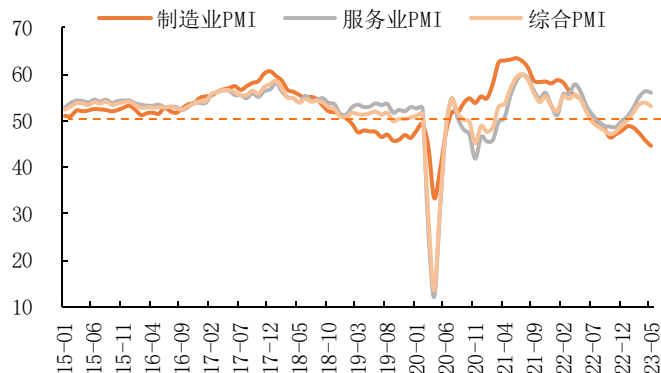
1.3 欧洲经济：增长疲软，下行风险加大

- 欧洲经济增速回落，就业市场依然强劲，消费持续疲软，服务业推动经济增长。
 - GDP增速：2023年一季度，欧盟区实际GDP环比增长折年率为1.0%，较2022年4季度的-0.5%有所回升，预计经济下行速度和幅度将有所收窄；
 - 就业：欧元区第一季度季调后就业人数环比增长0.6%，就业人数环比增速创一年新高；
 - 消费：上半年欧元区零售销售的月率环比整体低于预期；
 - 产业：2023年1月到5月，欧元区制造业整体小幅下降，服务业PMI逐渐回暖。

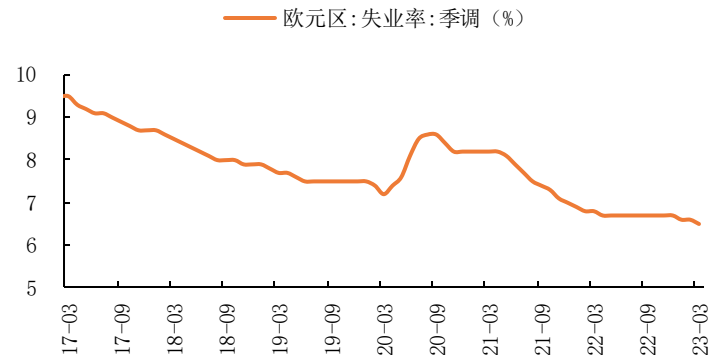
◎ 欧元区实际GDP环比折年率



◎ 欧元区PMI指数



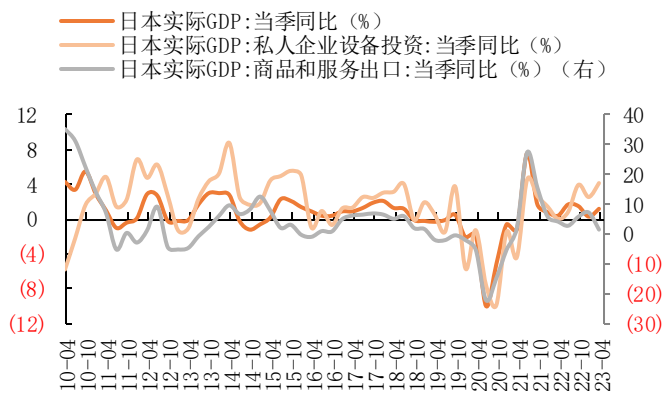
◎ 欧元区失业率



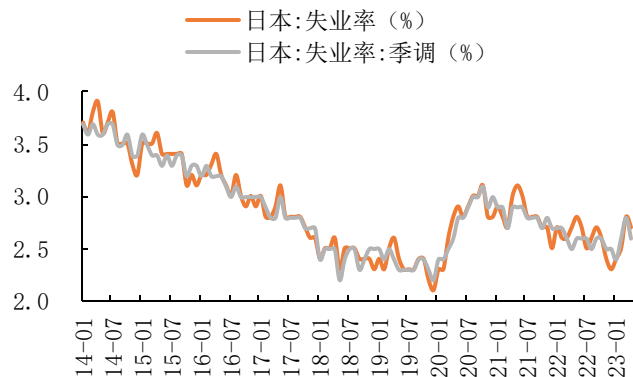
1.4 日本经济：经济复苏，前景难料

- 日本经济增速回暖，就业市场依然强劲，消费支出回温，服务业PMI高位运行。
- GDP增速：2023年一季度，日本实际GDP环比增长折年率为1.3%，较2022年四季度的0.4%有所回升；
- 就业：日本上半年就业市场整体景气，失业率较2022年有回暖趋势；
- 消费：2023年，日本零售销售的月率环比在前两月回暖，之后增速回落；
- 产业：2023年1月至5月，日本制造业PMI回落，服务业PMI高位运行。

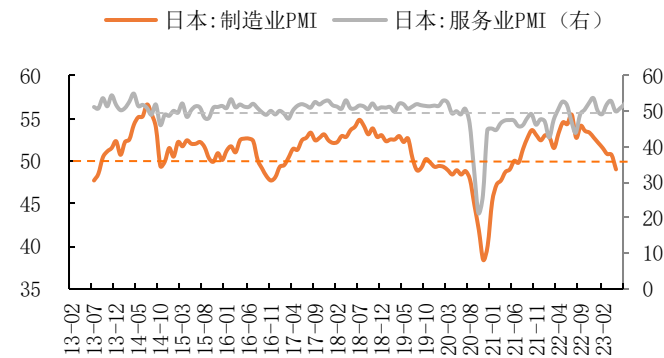
日本实际GDP



日本失业率



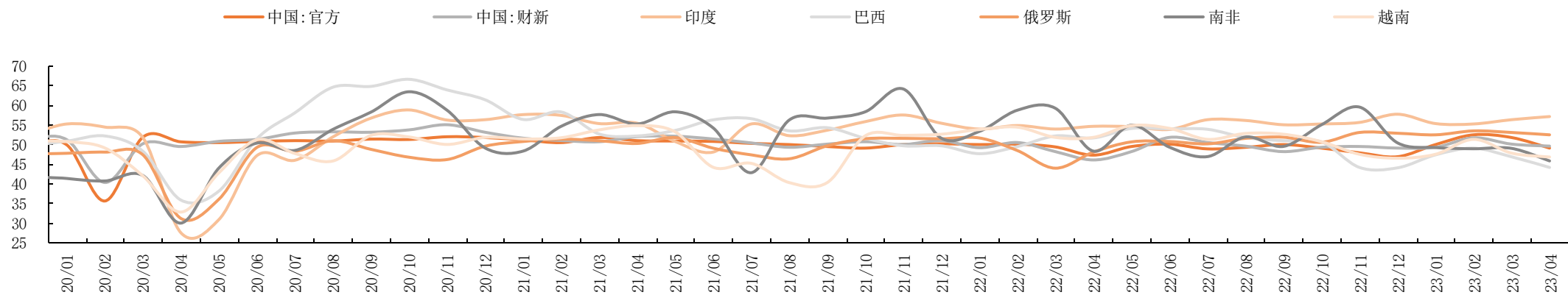
日本制造业和服务业PMI指数



1.5 新兴市场：内部分化，南亚领先

- 新兴经济体表现内部分化明显，且仍在加剧。
 - 南亚印度领先：亚洲制造业仍保持增长，但增速较上月有所放缓，印度制造业PMI稳定在荣枯线上方；
 - 巴西与俄罗斯：整体仍延续弱势运行趋势，巴西制造业PMI降至50%以下；
 - 东南亚：内部分化，越南制造业PMI指数降至50%以下，泰国PMI偏强；
 - 当前全球环境较为复杂，地缘局势、经贸摩擦及气候变化等因素给新兴市场带来了更多的不确定性。

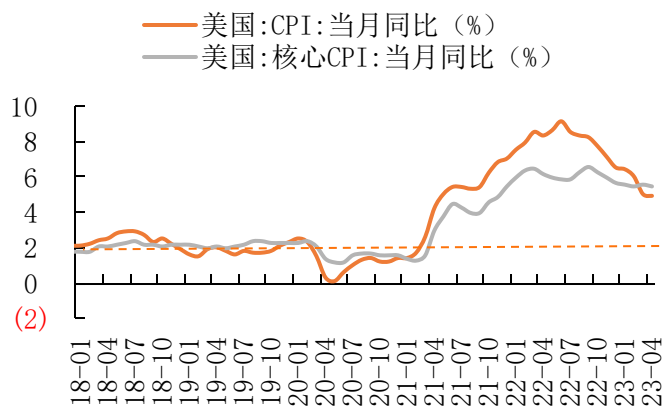
◎ 新兴经济体PMI指数



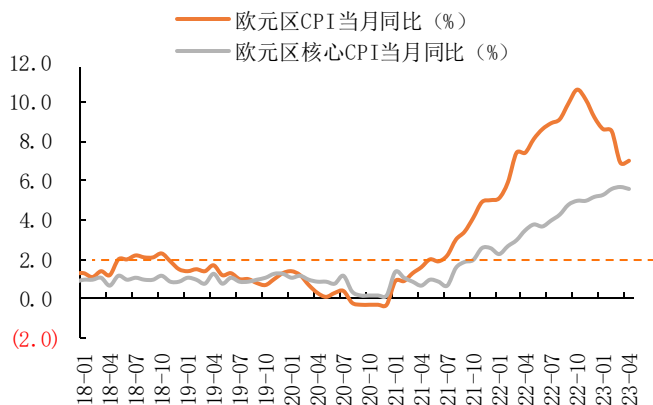
1.6 海外通胀：高位回落，韧性较强

- 欧美经济增长动能进一步减弱，降息启动或慢于预期，而日本经济逐步恢复下短期维持政策。
- 美国通胀：上半年美国去通胀进程持续，加息节奏放缓，美国经济已处于扩张尾声且渐显疲态；
- 欧洲通胀：欧元区能源危机压力回温，加息影响日渐明显，经济前景不确定性较高；
- 日本通胀：通胀高位迅速回落，显示出东亚通胀整体低于西方。

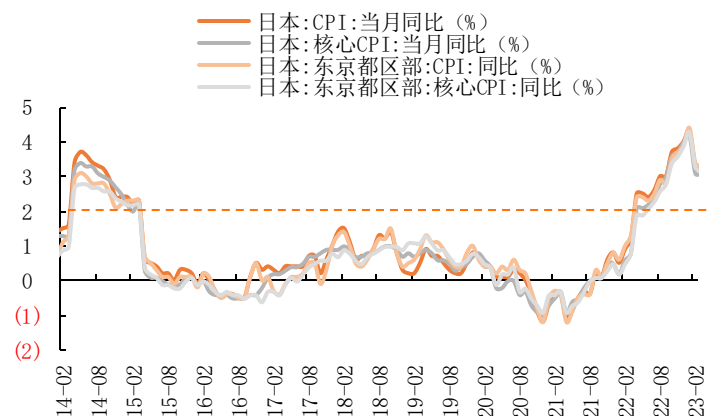
① 美国CPI当月同比



② 欧元区CPI当月同比



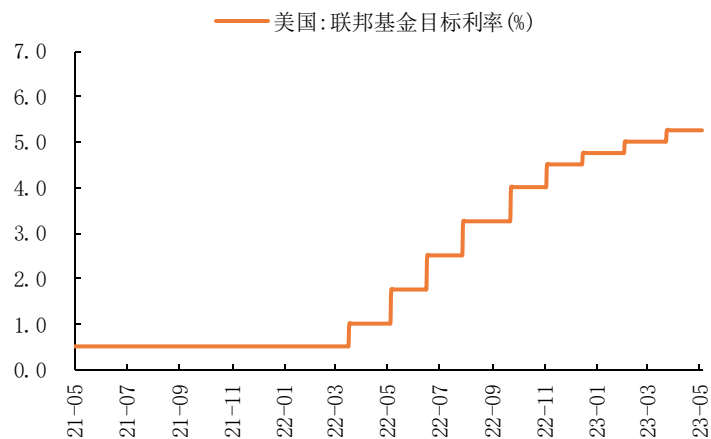
③ 日本CPI当月同比



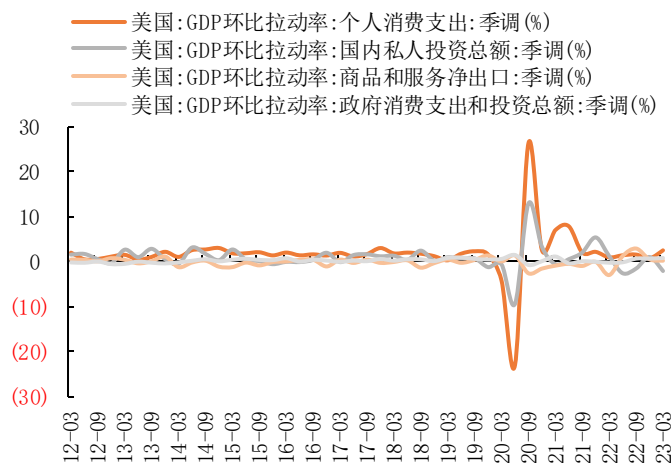
1.7 联储加息步入尾声，银行危机仍在演绎

- 美联储加息周期进入尾声，银行业流动性冲击持续。
 - 在年初美国通胀回落速度放缓，美联储加息预期进一步升温下，银行业危机爆发。3月8日来，美国Silvergate银行、硅谷银行、Signature 银行相继出现问题，美国超180家银行面临相应困局。5月1日，联邦存款保险公司宣布第一共和银行倒闭，并出售给摩根大通；
 - 5月联邦基金利率提升至5.25%，市场普遍预期美联储的加息周期接近尾声。尽管6月可能还会有最后一次加息，但加息的结束已成定局。然而，年内的降息政策可能存在不确定性。如果下半年美国经济表现疲软，年底前的降息可能性将提升，最早可能在9月就会出现降息的动向。

① 美国联邦基金目标利率



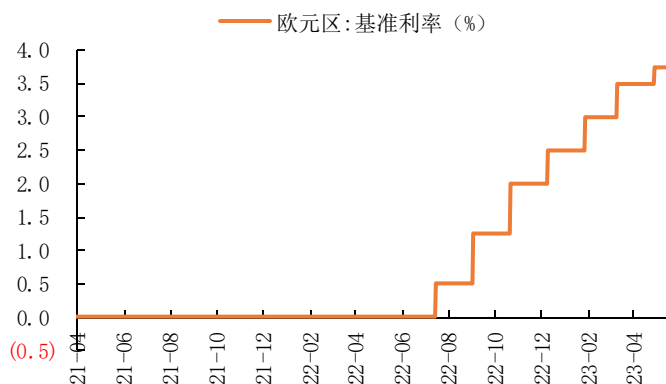
② 美国季度GDP拉动率



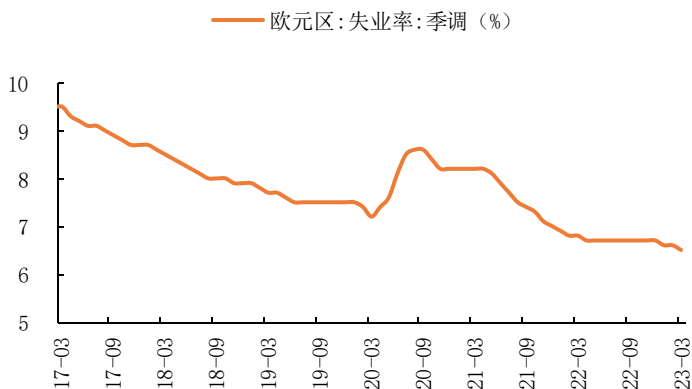
1.8 欧洲央行坚守紧缩政策，金融风险加剧

- 欧洲央行正处于加息周期的最后阶段，但进程仍面临不确定性。
 - 在能源价格下降和劳动力市场强劲的支撑下，欧元区经济在2023年开局好于预期，但经济挑战也将持续存在，如俄乌冲突的不确定性，高企的通胀等；
 - 当前欧元区通胀率仍然过高，央行表示还需要继续加息来把通胀率降回2%的目标水平；
 - 加息尾声未定加剧欧洲银行业的流动性紧张，并放大欧洲金融市场的风险，因此欧洲央行未来的货币紧缩进程面临较大的不确定性。经济放缓加上加息，将导致社会融资成本上升，并可能导致银行不良贷款增加。

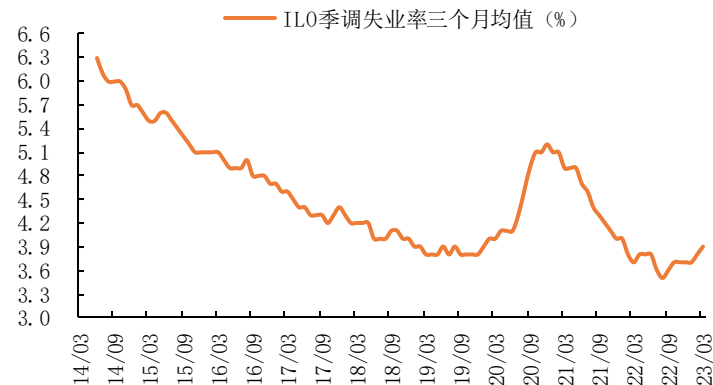
① 欧元区基准利率



② 欧元区失业率



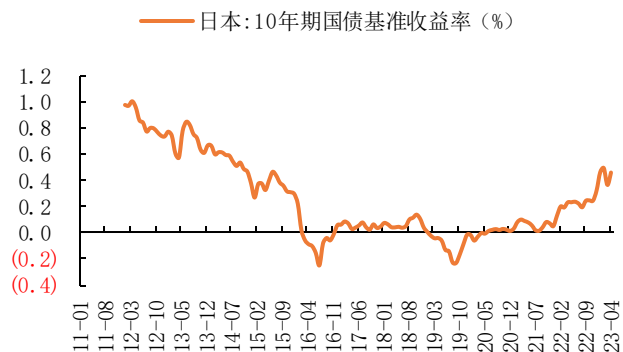
③ 英国ILO失业率



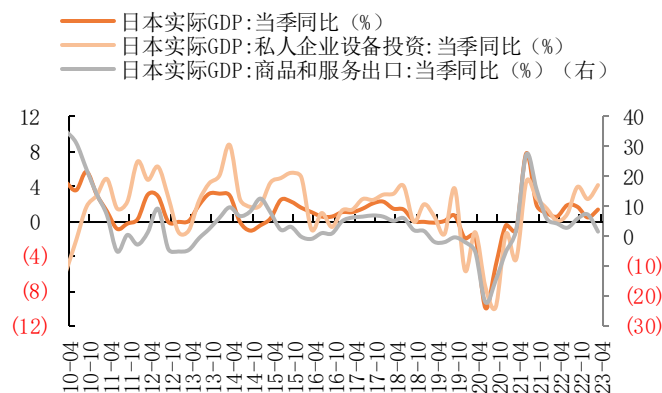
1.9 日本政策短期维持，长期或做出调整

- 4月份，日本新行长植田和男走马上任，但表示短期内不改变其大规模的货币宽松路线。
 - 在欧美银行系统不稳定和信用紧缩风险的影响下，今年来日本股市作为避险地的“稳定性”凸显；
 - 日本宏观经济的表现目前相对稳健，今年前三个月日本国内生产总值(GDP)折合成年率增长1.6%，创下了近三个季度以来新高；
 - 鉴于近十年来的超宽松货币政策对日本经济的刺激效果日渐减弱，同时其带来的副作用也日益显现，我们预期新任行长植田将在当前的货币政策框架内逐渐做出调整，这将使日本央行的货币政策逐步朝向更为温和的宽松政策方向。

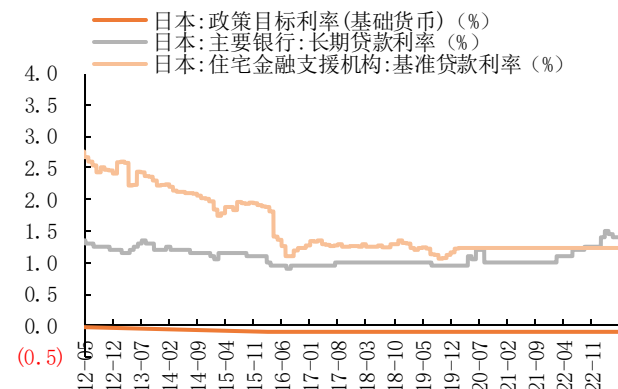
日本10年期国债收益率



日本实际GDP



日本目标利率





CONTENT

目录

◎ 第一部分：双重冲击下，港股2022H1震荡走低

◎ 第二部分：全球股市优于债市，贵金属领涨商品

◎ 第三部分：下半年把握港股两大机遇期与三条主线

2.0 全球大类资产：股市优于债市，贵金属领涨商品

• 股市：

➢ 近期美股、欧股表现强劲并且屡创新高，纳斯达克指数领涨，截至6月9号，年初以来纳指涨幅约24%。

• 债市：

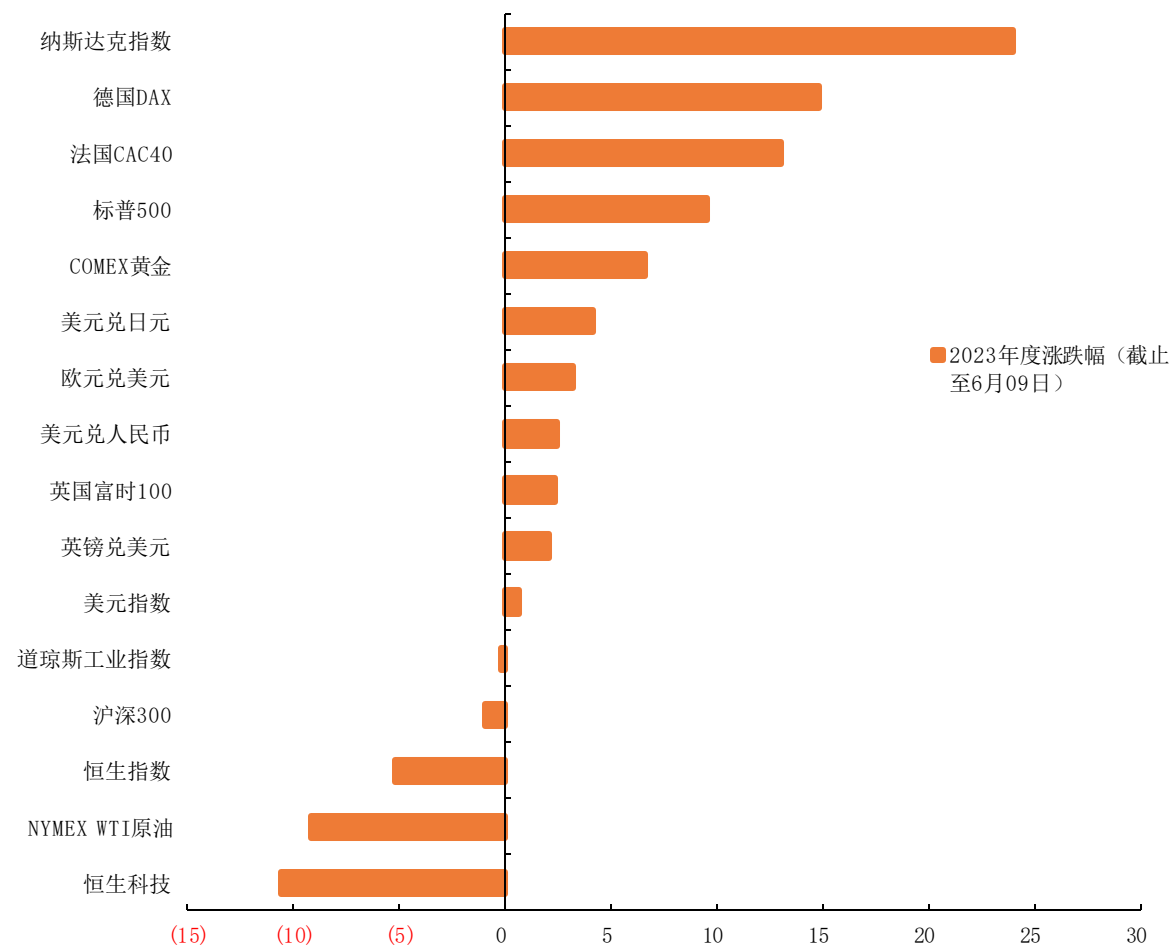
➢ 美债10年收益率基本在3.5-4.5%之间震荡运行，短端美债利率高企。

➢ 欧美等西方通胀中枢已经显著提升，未来美债利率下行的空间可能不会太大；

➢ 中期看，美短债利率在高基准利率背景下将呈现高位震荡。

• **大宗商品：随着工业需求回落已经通胀的高位回调，大宗商品多数回落，贵金属领涨商品。**

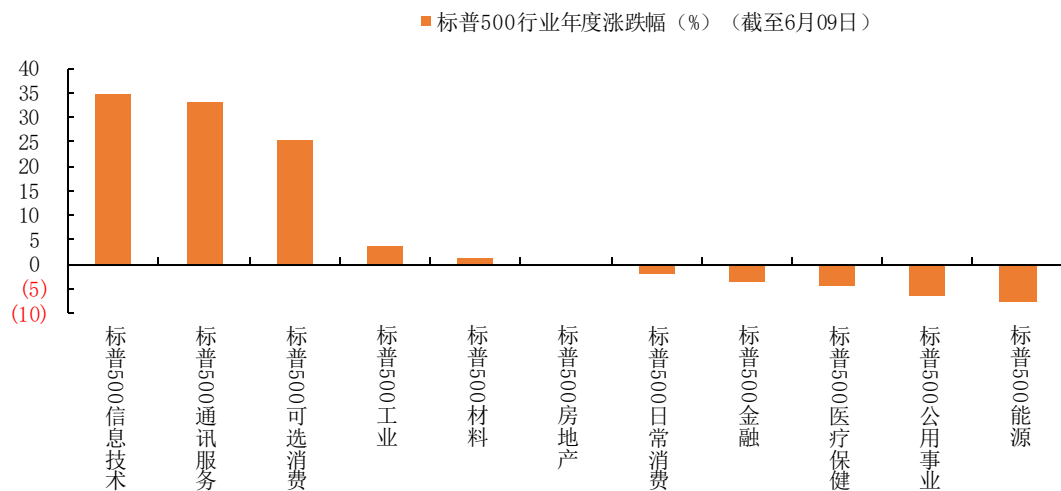
年初以来全球重要资产表现一览（截至6月9号）



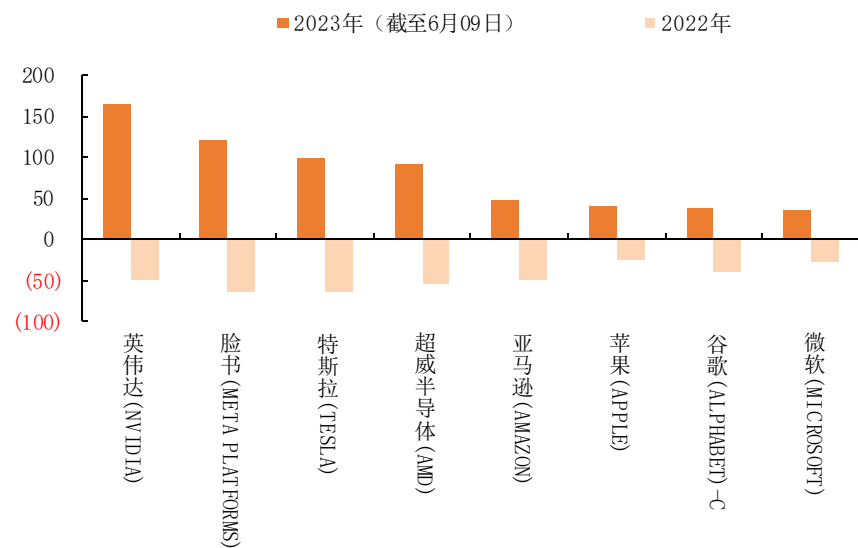
2.1 美国股市：成长股走强，价值股低迷

- 标普500信息技术行业、通讯服务行业表现较强，半导体、媒体等科技板块涨幅领先。
- 自3月低点以来至6月9日，半导体、媒体、软件与服务等板块涨幅明显；
- 相比之下，价值板块近期普遍低迷，金融、能源、材料普遍回调，其中能源板块近期回调较大。
- 截至6月9号，年初至今芯片制造商英伟达的股价已累计飙升近170%，成为少数几家市值超过1万亿美元的美国上市公司之一；同时，苹果公司和微软的股价也纷纷逼近历史高点。

2023年初以来标普500行业涨跌幅（%，截至6月9日）



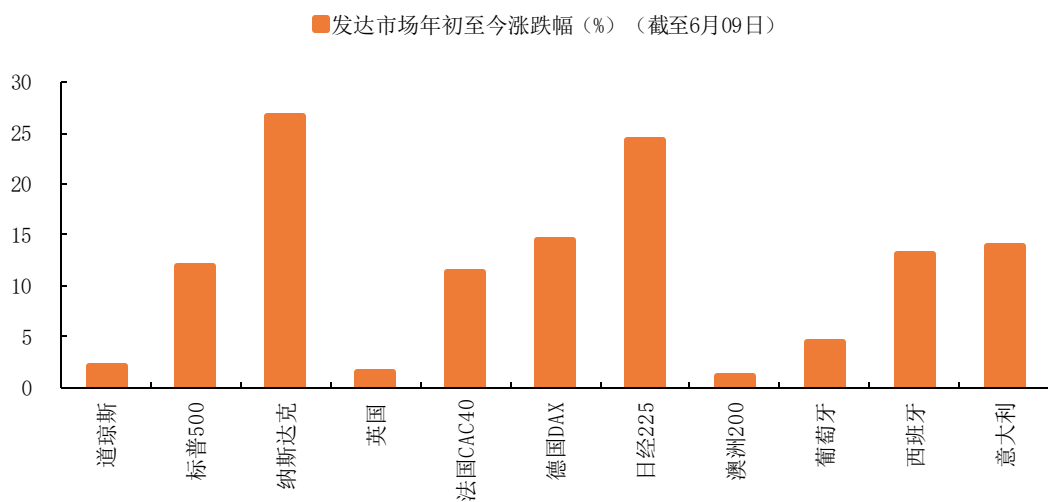
美股部分科技龙头年度涨跌幅（%，截至2023.06.09）



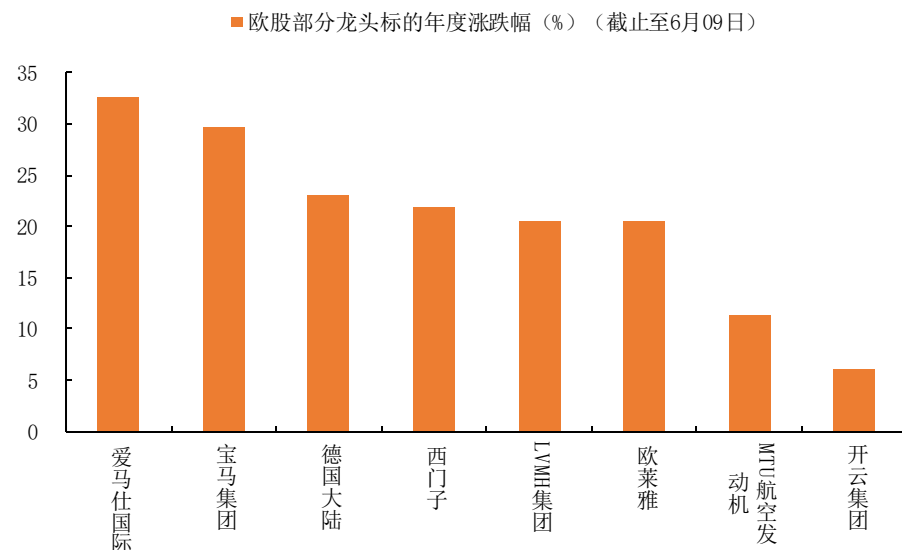
2.1 欧股股市：高端消费和制造龙头领涨

- 年初以来，受到高奢品牌&高端制造行业驱动，欧洲股市表现领涨全球。
- 高奢品牌：今年以来，中国市场需求的强力反弹，叠加欧洲、日本市场对服饰、手袋和珠宝的强劲需求，截止至6月9号，LVMH已累计上涨约20%，爱马仕上涨约35%；LVMH、化妆品巨头欧莱雅、开云集团和爱马仕国际四家公司的总市值接近9500亿欧元（1万亿美元），占到整个法国CAC40指数权重的三分之一。
- 高端制造行业：今年以来，德国股市表现同样强劲，再创历史新高；制造业多数上涨，其中西门子年初至6月9号涨约22%。

年初以来全球主要市场指数涨跌幅（%，截至6月9日）



欧股部分龙头标的年度涨跌幅（%，截至6月9日）

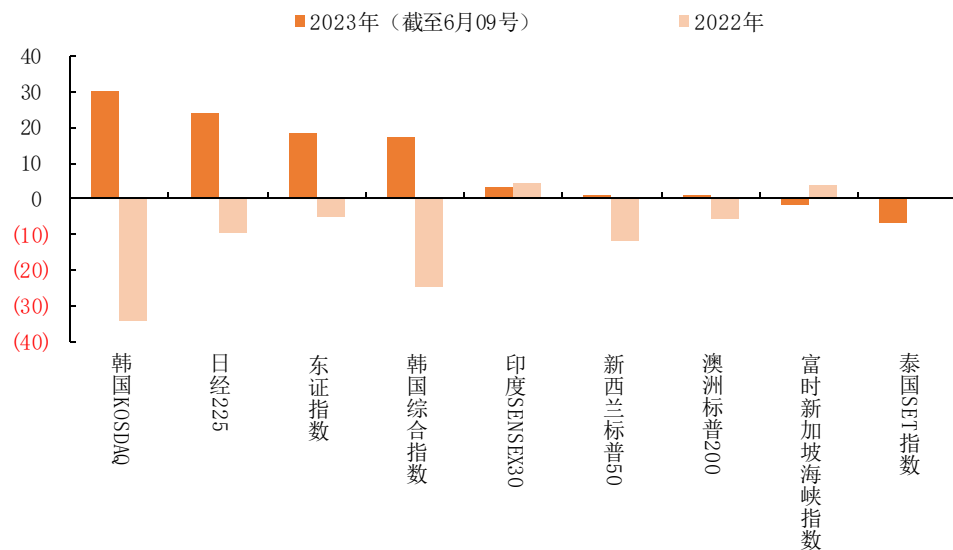


资料来源：Wind，平安证券研究所

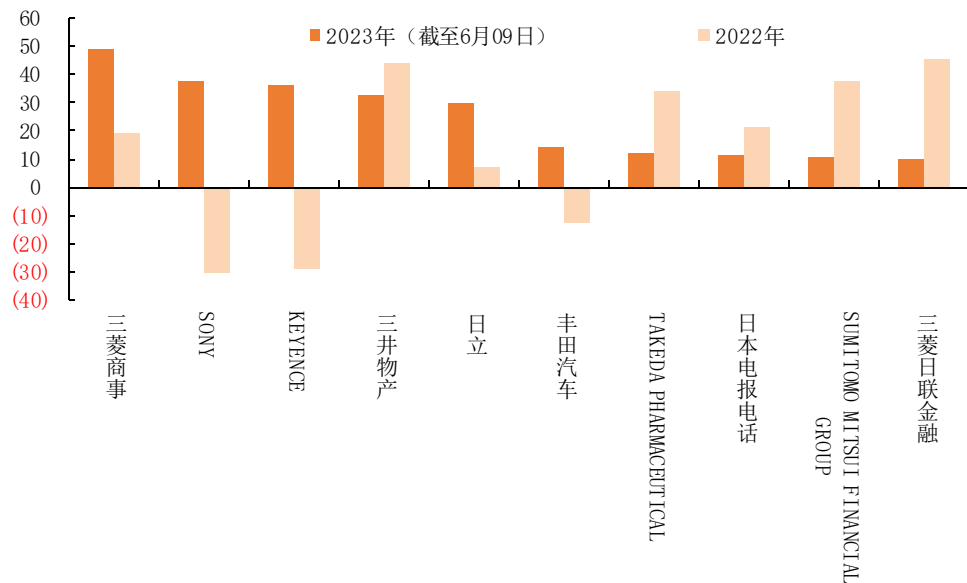
2.1 日本股市：资金流入，震荡走高

- 在经济逐步复苏和政策持续推动下，日本股市在4-5月加速上涨，截至6月9号，日经225指数年初至今上涨超20%。
 - 内部：日本继续宽松货币政策，企业经营能力得到改善；
 - 外部：在日本经济的复苏下，5月海外资金净买入日本股市超1.86万亿日元，同时也存在巴菲特加仓的市场带动影响；
 - 东京证券交易所33个行业板块多数上涨，银行业、批发业、精密机器等板块领涨；橡胶制品、纸浆造纸、纤维制品等板块偏弱。

年初以来亚太市场行业涨跌幅（%，截至6月9日）



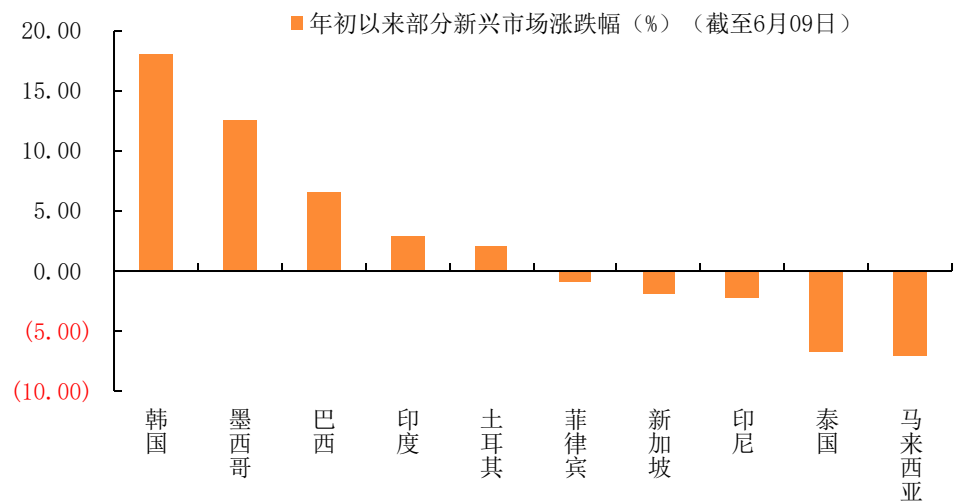
日本股市权重股年度涨跌幅（%，截至6月9日）



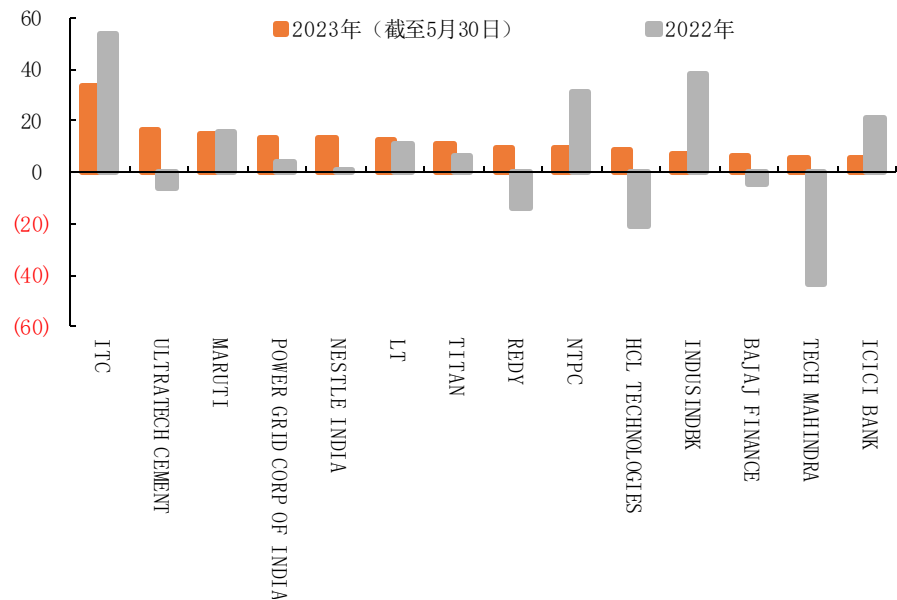
2.1 印度股市：资金流入，震荡走高

- 近期，印度股市重新夺回规模全球第五的位置，指数再度逼近此前的历史高位，印度孟买敏感30指数与Nifty 50指数均逼近历史高位。
- 因素：在全球经济放缓引发担忧之际，印度这个亚洲目前增长最快的经济体正被不少业内人士视为避风港，自4月初以来，为追求稳定的收益增长，海外投资者已增持了价值约60亿美元的印度股票。

年初以来部分新兴市场涨跌幅（%，截至6月9日）



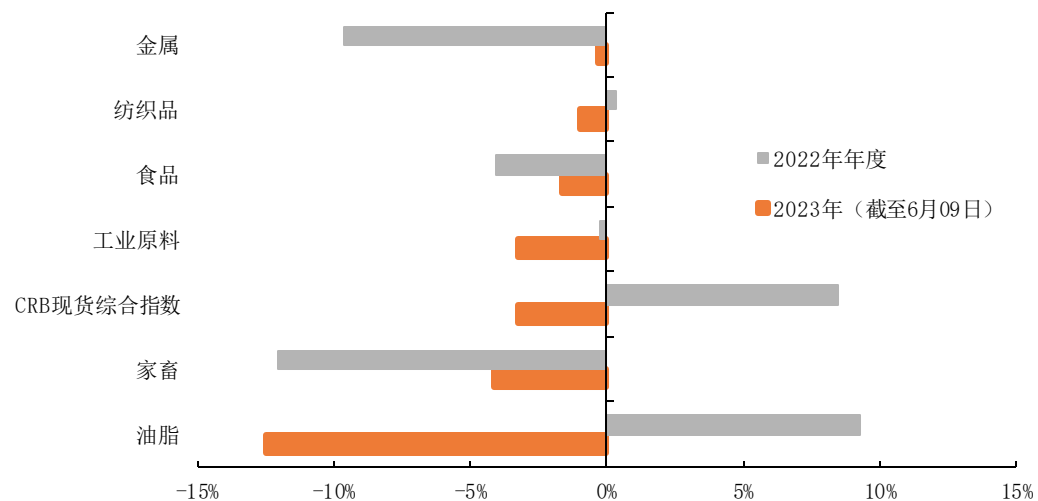
印度SWENSEX30部分个股年度涨跌幅（%，截至2023年5月30日）



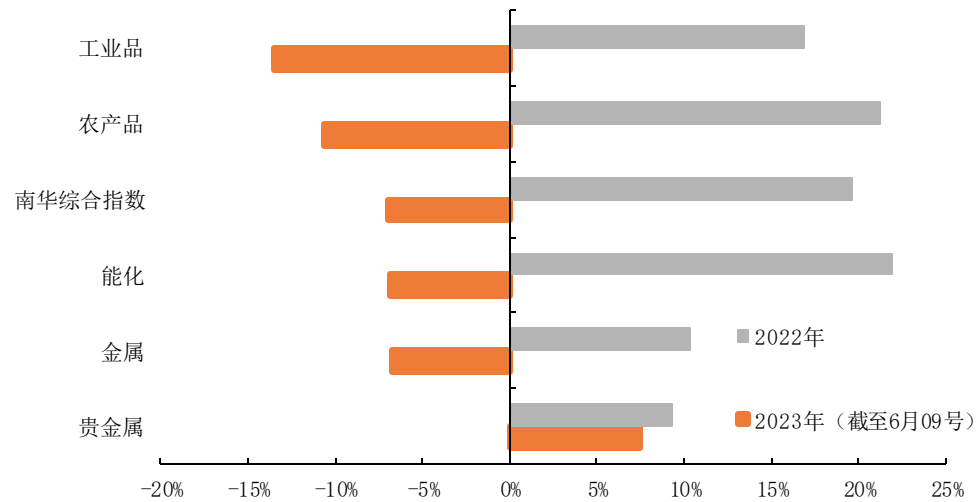
2.2 大宗商品：价格回落，整体承压

- 全球商品CRB指数延续回落趋势，南华综合指数年度仅贵金属上涨。
- CRB国际商品：CRB商品价格指数多数回落，截至6月9号，现货综合指数年度涨跌幅约-3.3%；
- 南华商品：南华商品指数年度多数偏弱运行。

年初以来CRB国际商品指数涨跌幅（%，截至6月9日）



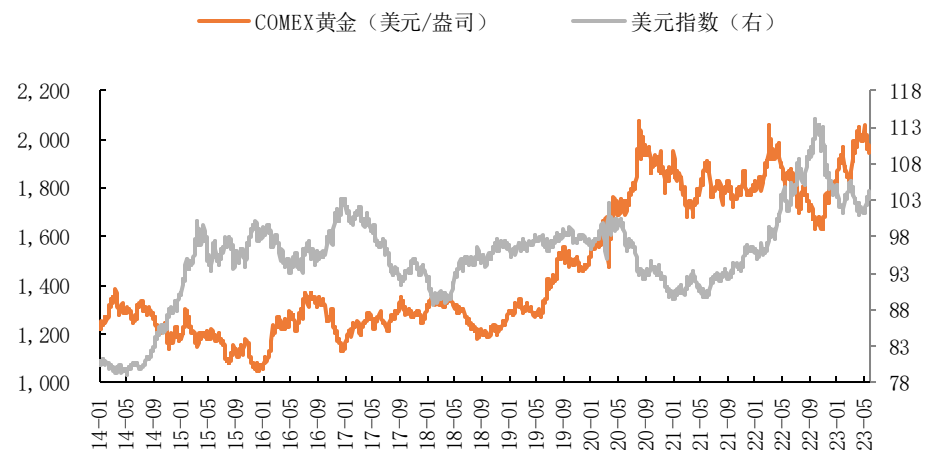
年初以来南华商品指数涨跌幅（%，截至6月9日）



2.2 贵金属：优选黄金

- 在当前欧美等西方通胀中枢显著提升的背景下，黄金价格获得提振。
- 行情：受3月银行业危机影响，黄金避险情绪快速上涨日，截至6月9号，金价年度涨幅高于8.0%，在全球大类资产中表现优异；
- 展望：受近期债务上限事件和联储官员的鹰派大幅提升美债收益率冲击，黄金短期承压。同时应该警惕美元霸权在地缘局势扰动下的阶段性反弹，因为这会导致金价波动中枢有所回落。

伦敦贵金属现货价格走势



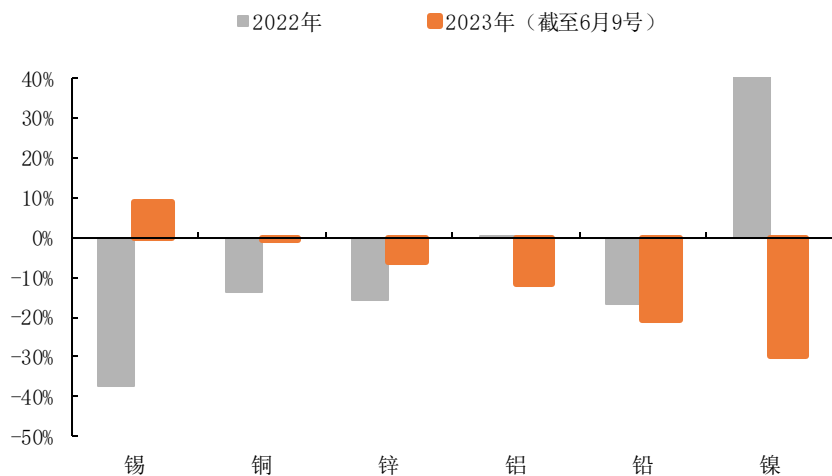
金银比走势图



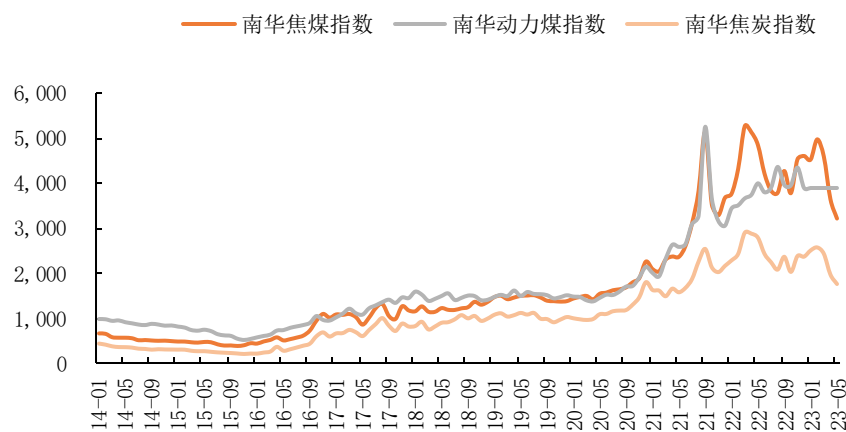
2.2 工业金属：整体偏弱，把握结构

- 黑色金属：受需求旺季需求不及预期影响，黑色系价格下行；
- 有色金属：下游行业消费偏弱，但后期存在结构性机会；受到全球需求偏弱的影响，铜库存逐渐累积，铜铝价格上半年保持下跌态势；
- 预计短期工业金属还将维持震荡偏弱趋势，应关注国内对扩大内需等方面的政策以及效果。

🕒 LME有色金属年度涨跌幅（%，截至6月9日）

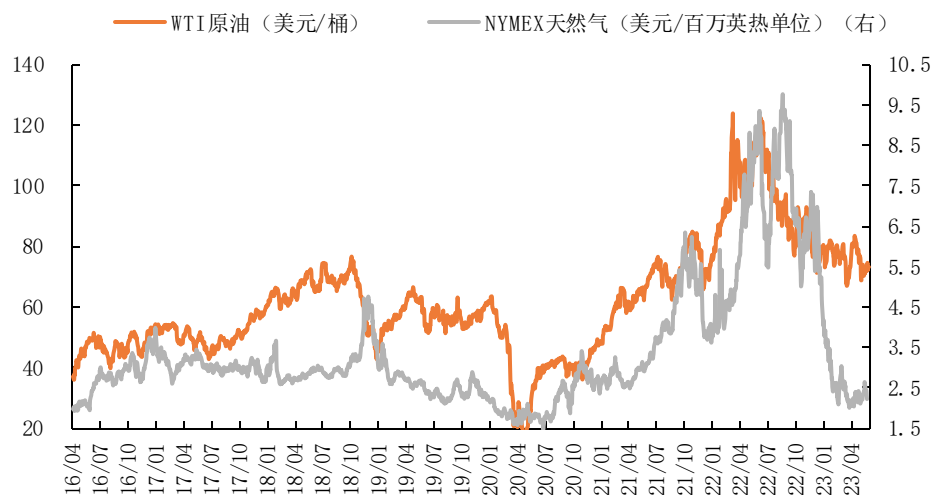


🕒 南华黑色金属指数走势图

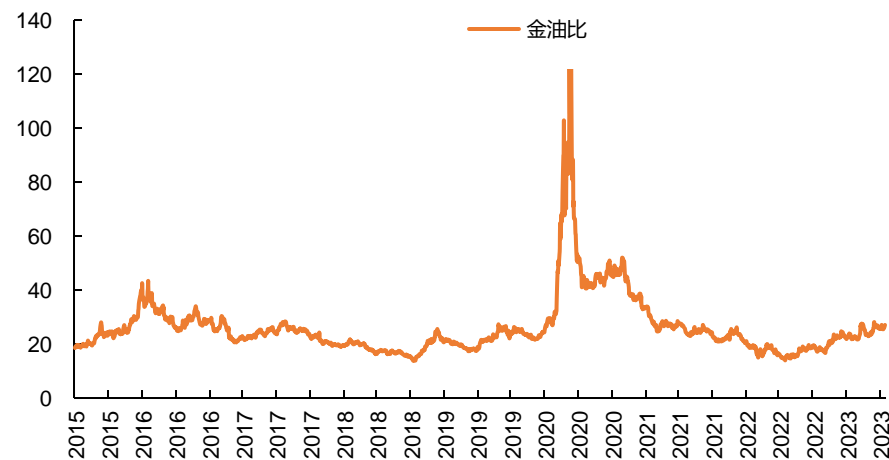


- 在全球需求趋弱的冲击下，能源化工整体承压。
- 能源：国际油价震荡回落，5月OPEC供给收紧虽然提供了一定的支撑，但需求的弱势带来的下行压力难以扭转；
- 化工：关注精细化工新材料的结构性机会。

原油和天然气价格走势



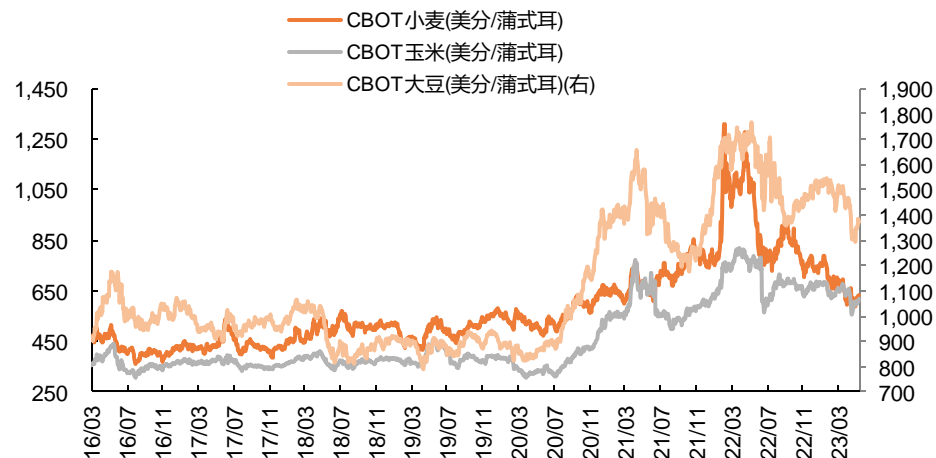
金油比走势图



2.2 农产品：供给改善，价格回落

- 受此前俄乌战争影响扰动的高价周期已经过去，2023年上半年农产品供给改善，价格呈现持续回落态势。
 - 大豆、玉米：产量改善，价格回落；
 - 小麦：受战争影响，全球小麦供给仍然偏紧，预计整体震荡偏弱；
 - 猪周期：底部凸显，养殖板块机遇临近。

国际小麦、玉米、大豆价格走势图



国际棉花白糖价格走势图





CONTENT 目录

- ◎ 第一部分：双重冲击下，港股2022H1震荡走低
- ◎ 第二部分：全球股市优于债市，贵金属领涨商品
- ◎ 第三部分：下半年把握港股两大机遇期与三条主线

3.1 全球大类资产配置：三季度关注美债，四季度关注新兴股市

• 三季度：债市>股票>大宗

➤ 股市：关注美股科技板块，考虑到AI革命趋势以及美国AI技术领导地位，当前美股科技风潮仍将维持一段时间。

➤ 债市：关注美国国债，特别是短期美债。

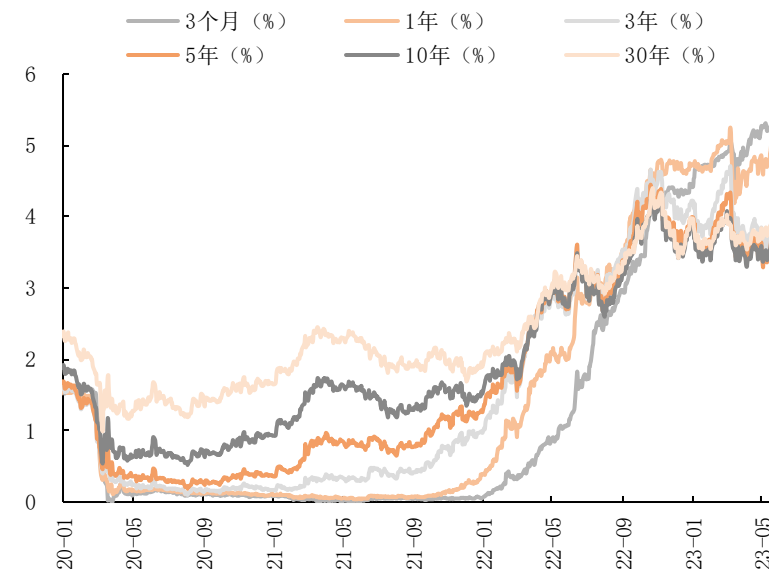
➤ 暂停加息带来美债利好：美国经济衰退预期上行，在全球经济增长疲弱和紧缩政策接近尾声下，美债利率和实际利率有望迎来下行。

➤ 市场风险溢价提高利好美债：通胀预期短期震荡，全球宏观政策不确定性和资产价格波动加剧，提高市场风险溢价水平。

• 四季度：股票>债券>大宗

➤ 股市：关注下半年新兴市场股市布局机会。上半年全球股市分化，呈现发达市场强于新兴的状态。下半年尽管仍面临欧美经济的下行压力，以及企业盈利下行周期的冲击，但在经历了持续的回落后，新兴市场有望受益于发达市场缓和紧缩货币的支撑，可以关注四季度新兴股市的配置机会。

美债收益率走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 大宗商品：增配黄金，关注钴、镍、生猪上涨机会

- 在下半年海外经济持续下行的背景下，我们对大宗内部的想法如下：

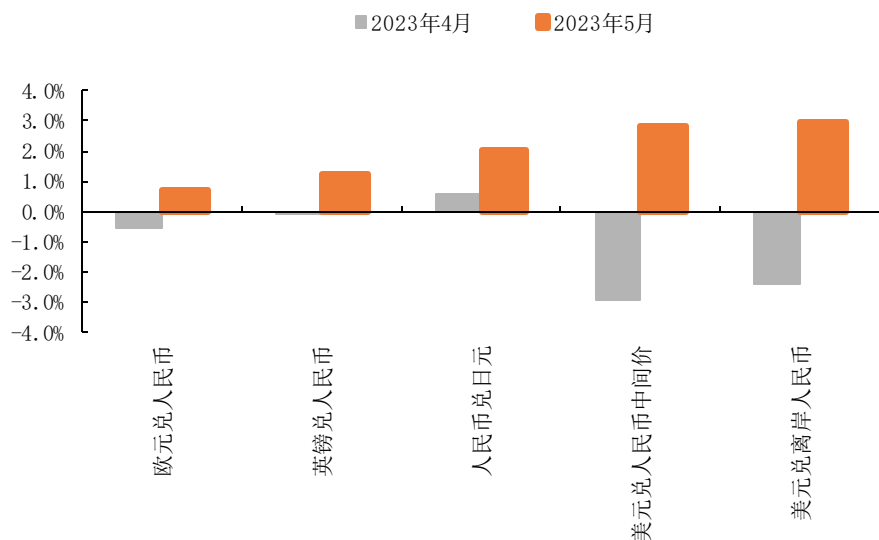
大宗商品下半年配置建议：

- 贵金属：关注黄金。在下半年美联储降息预期升温影响下，实际利率有望下行，黄金可能迎来持续上涨趋势；如若再遇意外风险或地缘政治因素扰乱，避险情绪将再一次推高黄金价格。
- 工业：关注钴、镍。在海外经济下行压力下，预计工业金属整体仍将偏弱运行。结构上关注钴、镍的机会，在新能源电池份额有望重新从碳酸锂电池切回到三元电池的趋势下，钴、镍将受到利好支撑。
- 能源：能源价格维持震荡走势，原油维持在60-70中枢的震荡区间，还需关注地缘局势变幻给原油价格带来的冲击。
- 农产品：关注国内猪周期的反转机会。农产品价格呈现回落趋势，部分品种受到厄尔尼诺刺激短期表现不错。随着产能去化的持续进行、养殖业产业升级以及消费稳健的综合影响下，国内生猪有望迎来底部反转，反转时点在6-7月概率较大。

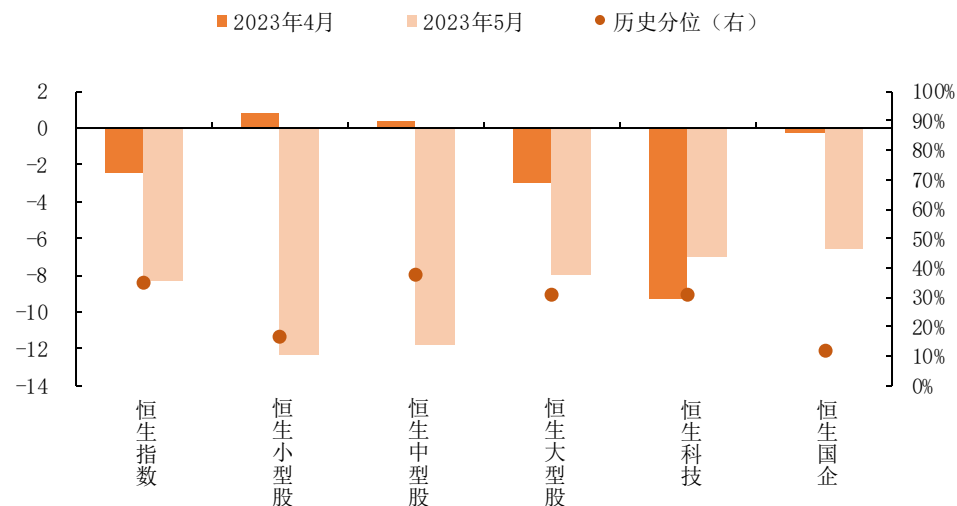
3.3 港股配置：两大机遇之货币端

- 四季度，美联储降息预期的上升在货币端为港股带来机遇。
 - 美联储降息会带来流动性的修复，为海外资金进入港股市场提供基础；
 - 加上内地经济的持续修复，港股基本面也将得到提振，这会进一步刺激港股市场，使市场处于活跃状态。

人民币与主要货币的汇率4月和5月涨跌幅



恒生板块指数4月和5月涨跌幅 (%)



3.4 港股配置：两大机遇之政策端

• “港币-人民币双柜台模式”的推出在政策端为港股带来机遇。

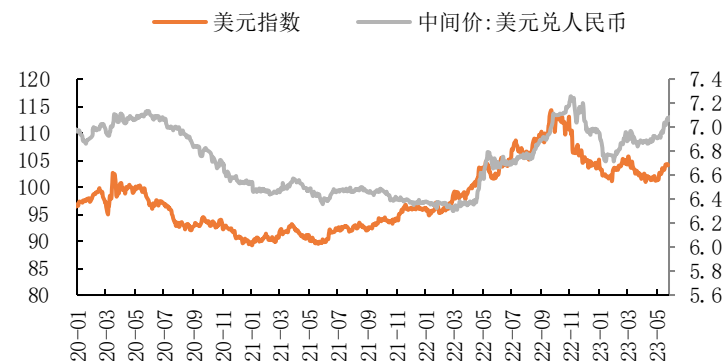
- 发布时间：香港交易所宣布，拟于2023年6月19日市场准备就绪时在香港证券市场推出“港币-人民币双柜台模式”及双柜台庄家机制；
- 申请规模：截至2023年5月底，已有快手、吉利汽车、中银香港等24家港股上市公司相继申请增设人民币柜台。

作用：

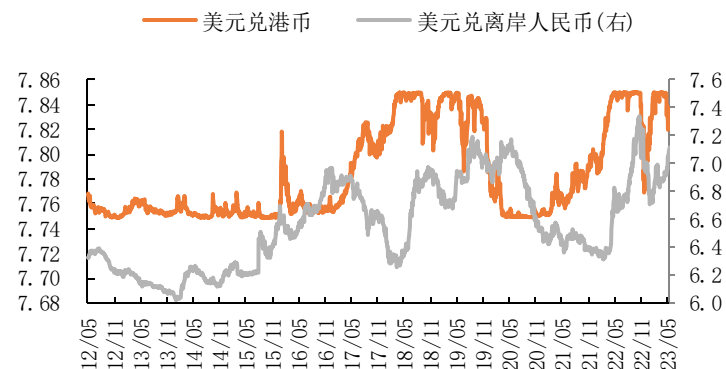
- 1. 有助于推动人民币计价证券在香港的交易和结算，巩固香港作为全球最大离岸人民币中心的地位；
- 2. 双币计价有望吸引更多投资者参与港股交易，尤其是长期价值型投资者，吸引更多人民币资金沉淀，进而有望提升港股交易的活跃度和交易量。

资料来源：Wind，平安证券研究所

人民币兑美元走势图（美元兑人民币对应右轴）



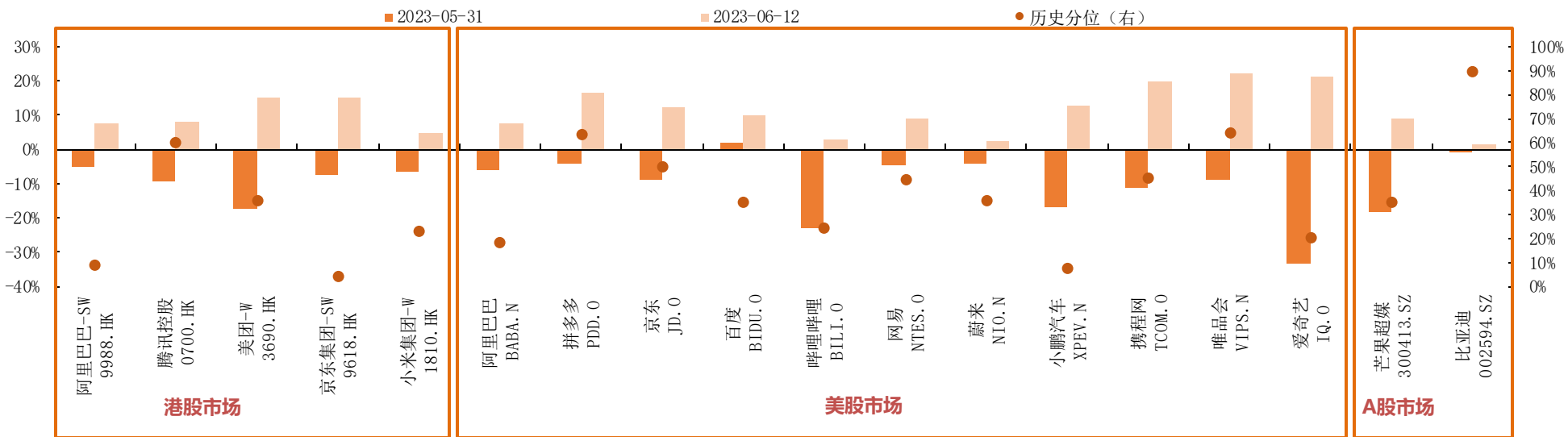
美元兑港币走势图



3.5 港股关注主线一： AI引领下港股互联网板块

- AI引领的新技术革新下，港股互联网行业迎来强劲反弹；
 - 海外：在引领新技术革新的浪潮中，港股互联网龙头AI公司以中文大模型开发为核心，为未来应用端降本增效，赋能各行业创新驱动力。
 - 国内：中国经济已企稳并进入复苏周期，地缘政治风险也有望出现阶段性缓和，港股互联网板块将迎来估值修复。

● 港股热门公司5月和6月涨跌幅（%，6月截至12日）



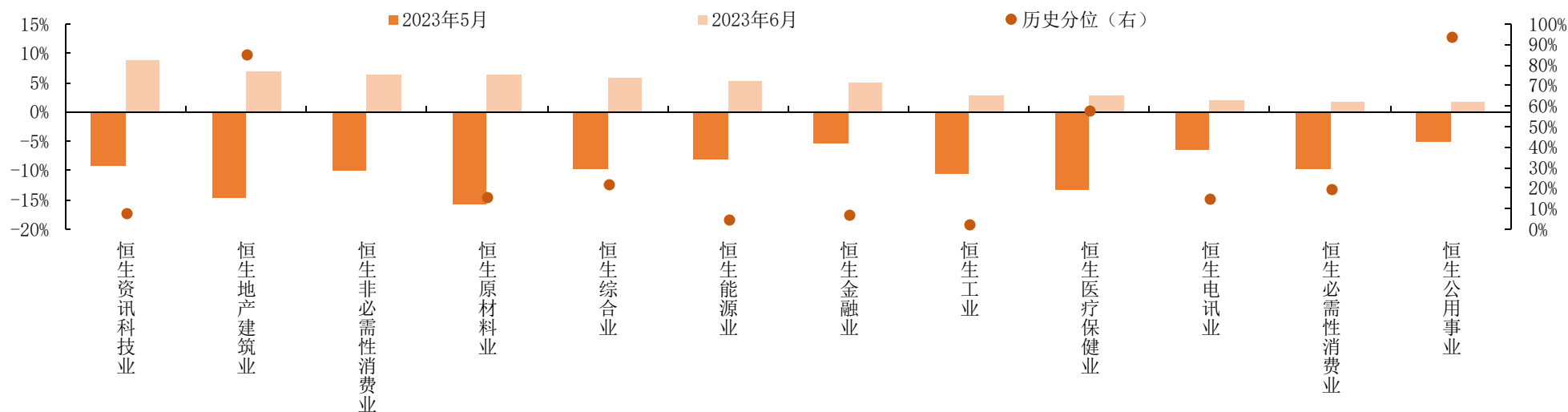
资料来源：Wind，平安证券研究所

3.6 港股关注主线二：经济修复下港股消费板块

- 港股中关注K型复苏下的新型消费趋势、中老年健康消费的增长以及其他消费领域的复苏机会。
 - 新型消费：随着经济修复，技术驱动的消费，包括游戏、在线娱乐、社交媒体等，成为年轻人消费的主要方式；
 - 健康消费：在经济修复和人口老龄化趋势，中老年人对健康的关注和需求不断增长；另外，中药、医药和医疗服务赛道受益于中老年健康消费的增加，具有较大的投资潜力；
 - 其他消费：经济修复也带动了其他消费领域的增长，包括酒店旅游、啤酒、博彩和奢侈品等；随着人们对旅游和休闲娱乐的需求回升，酒店旅游行业有望迎来复苏。

6月

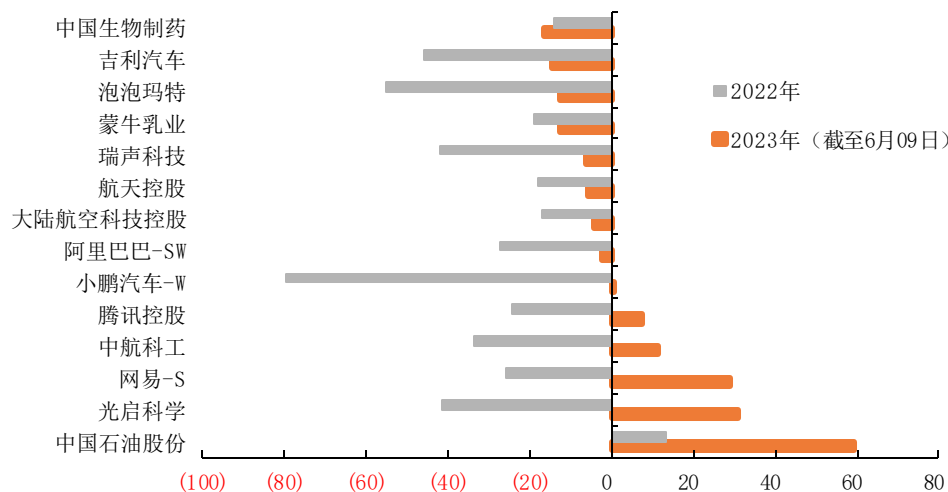
恒生行业指数近两月涨跌幅(%) (6月截至12日)



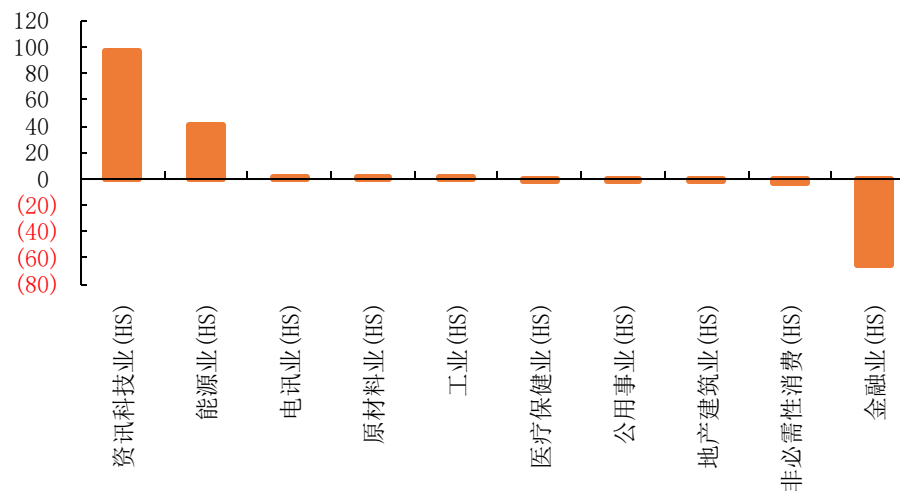
3.7 港股关注主线三：技术迭代下制造业龙头

- 在大国博弈下，自主可控的技术迭代，港股市场中传统制造业和技术自主革新领域具有不错机遇。
 - 传统制造业：其中新能源设备与新能源车整车与电池、纺织、机械、轻工、配件等领域；
 - 技术自主革新：半导体、航空航天、国防军工等领域面临技术自主性的挑战和发展机遇。

● 港股部分龙头标的2022-2023年年度涨跌幅（%，2023年截至6月9日）



● 港股4月和5月两月南向资金流入总计（亿港元）



资料来源：Wind，平安证券研究所



风险提示

- 1、内地经济修复弱于预期。**倘若宏观经济弱复苏背景下，经济支持政策出台低于预期，国内市场需求相应承压带来上市公司企业盈利大幅下滑，以及地方债等信用市场违约冲击的流动性风险。
- 2、大国博弈冲击超预期。**在大国博弈的背景下，一旦科技、经贸、地缘等领域出现博弈升温，将冲击汇率与港股市场，进而蔓延至A股市场。
- 3、海外资本市场波动加大。**一旦美国经济韧性超预期，美联储后续继续加息不止一次，全球风险资产波动将显著加大，随着我国资本市场对外开放的加强，外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。