

拨云见日，复苏之光乍现

报告日期：2023-04-02

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

联系人：黄子鉴

执业证书号：S0010121090007

电话：19117328906

邮箱：huangzy@hazq.com

相关报告

1. 策略季报《可以更乐观些——复苏与科技并进》2023-03-31
2. 策略周报《下行风险解除、上行空间有限，延续结构性行情》2023-03-26
3. 策略周报《超预期降准不改震荡市格局》2023-03-19
4. 策略周报《弱势震荡格局延续，更需注重景气支撑和涨幅安全》2023-03-12

主要观点：

● 市场观点：拨云见日，复苏之光乍现

在1-2月宏观数据疲弱、政府工作报告及总理记者会中传达政策稳信号使得市场政策预期下修以及海外金融风险暴露，发达经济体加息预期弱化的影响下，3月市场整体呈现震荡格局。配置上，受ChatGPT驱动、数字经济催化剂事件频现，TMT领涨上涨。展望4月，市场对经济复苏以及宏观政策低预期有望迎来修复。一是增长偏悲观预期，有望在一季度数据公布后得到一定修复，先行指标PMI已显示3个月连续改善；二是对政策力度偏弱的预期，有望在一季度政治局会议、扩内需政策逐步落地以及基建相关的政策性开发性金融工具落地后有所改善。整体判断，4月份A股可以更乐观一些，有望好于2-3月，围绕尚未被定价的经济复苏预期差和TMT产业周期进行配置，关注三条主线：一是可选消费稳步复苏，关注食品饮料，医疗服务和美容护理；二是五一节前出行链条有望凝聚更多共识，关注航空机场、酒店餐饮和旅游景区；三是数字中国和AI商用双轮驱动的TMT产业浪潮下直接受益的TMT方向计算机、通信、传媒，和扩散的电子。

经济内生修复，关注地产复苏力度与持续性。经济延续复苏，PMI连续3个月在荣枯线上扩张。一季度经济开局向好，Q1的GDP增速有望达4.5%左右。社零增速预计在5%左右，投资端5.1%左右，基建投资延续发力（9.5%左右）、制造业投资增速放缓（7%左右）、地产投资负增长（-4.8%左右），出口同比-6%左右。通胀上，食品价格快速下行拖累CPI，预计一季度CPI均值1.6%左右，PPI均值-2%左右。

流动性总量稳中有升。社融向好，信贷规模增长变缓但推力持续，总量稳步抬升。长端利率向上支撑渐强，短端资金价格近期波动加大，需关注向长端传导的风险。微观流动性改善，增量资金积极流入。

美联储加息预期减弱，风险偏好持续回温，关注四月底政治局会议表述。高利率风险在金融领域显现，或成为美联储结束加息新变量，美联储上半年大概率结束加息。4月末中央政治局会议大概率整体维持中央经济工作会议要求，甚至略更积极，当前市场对政策预期处于极低状态，风险偏好或有望小幅提振。

● 行业配置：复苏与科技并进，关注三条主线

重视尚未被市场定价的经济上行超预期可能性，同时TMT产业周期上亦可作为，配置上复苏与科技齐头并进。更为具体的关注三条主线：

(1) 受益经济上行超预期可能的可选消费。春节假期消费复苏慢于预期后，消费风格整体维持震荡，当前市场对经济修复尤其是消费修复整体持悲观态度，存在较大预期差。在经济上行超预期展望下，消费风格值得配置，可选消费方向更优，包括白酒、医疗服务、医疗美容和化妆品。

(2) 尚未被市场定价但复苏良好的出行链条，尤其在五一节前有望凝聚市场共识。航班执行数、地铁客流量、重点旅游目的地接待游客数等指标均指向出行充分复苏。随着3月经济数据验证复苏成色以及五一旅游节前的市场期待，有基本面支撑的出行链条或将重新被市场重视。推荐出行链条中的航空机场、酒店餐饮和旅游及景区。

(3) “数字中国”与AI商用双轮驱动下泛TMT行情。“数字中国”建设和以ChatGPT为代表AI商用落地将从数字资源、数字基础设施和AI应用生态等方面推动TMT产业升级，由此推动计算机、通信、传媒行情。上游电子则有望在数字基础设施建设和算力需求增加背景下迎接扩散。

● 风险提示

疫情二次感染或反复感染，美联储货币政策超预期，美国经济衰退超预期，政策解读存在偏差等。

正文目录

1 市场观点：拨云见日，复苏之光乍现.....	4
1.1 经济内生修复，关注地产复苏的力度与持续性.....	5
1.2 总量稳中有升，跨季后价格平稳.....	9
1.3 美联储加息预期减弱，风险偏好持续回温，关注四月底政治局会议对后续政策力度的表述.....	11
2 行业配置：复苏与科技并进，三条主线配置.....	11
2.1 主线一：重视经济上行超预期可能，消费风格值得重视.....	12
2.2 主线二：出行复苏持续但缺乏关注，五一节前市场或将凝聚共识.....	13
2.3 主线三：“数字中国”与 AI 商用双轮驱动下泛 TMT 行情.....	15
3 行情复盘：指数震荡，TMT 领涨.....	16
3.1 指数与风格回顾：3 月 A 股震荡，成长占优，周期大幅下跌.....	17
3.2 市场主线集中，TMT 领涨.....	18

图表目录

图表 1 4 月全行业投资逻辑总览.....	4
图表 2 生产、新订单、新出口订单均有所回落.....	6
图表 3 各规模企业 PMI 仍处于荣枯线之上.....	6
图表 4 乘用车销量同比仍维持弱势.....	7
图表 5 小商品价格有所反弹，但柯桥指数震荡略下行.....	7
图表 6 典型工业品开工率有所上升.....	7
图表 7 粗钢产量开启上行.....	7
图表 8 食品价格降幅明显.....	8
图表 9 原油与金属价格维持震荡向下.....	8
图表 10 建材价格小幅走强.....	8
图表 11 3 月 30 城商品房周销售面积同比继续改善.....	8
图表 12 2 月信贷投放超季节性继续发力，同比多增 9241 亿元.....	9
图表 13 同业存单利率仍处中枢水平以上.....	9
图表 14 3 月末短端资金价格大幅上升.....	10
图表 15 长端利率窄幅震荡.....	10
图表 16 股票型基金成立规模上升.....	10
图表 17 融资融券余额上涨.....	10
图表 18 消费风格春节后止步不前.....	12
图表 19 疫情影响退去后消费者预期有望提升.....	12
图表 20 2019-2022 居民户累计新增存款.....	13
图表 21 白酒淡季价稳暗示高端消费有韧性.....	13
图表 22 出行复苏并未被市场定价.....	14
图表 23 国内航班执行架次稳定在疫情以来高位水平.....	14
图表 24 一线城市地铁客流量恢复至疫情前水平.....	14

图表 25 2018-2023 年海南省各月接待游客人数.....	14
图表 26 “数字中国”与 AI 商用双轮驱动 TMT 行情.....	15
图表 27 国内云计算近年来维持高增速.....	16
图表 28 数据要素市场将维持高增速.....	16
图表 29 国内云计算近年来维持高增速.....	16
图表 30 数据要素市场将维持高增速.....	16
图表 31 3 月主要股指震荡为主.....	17
图表 32 大盘指数本月大多呈 V 型走势.....	17
图表 33 成长风格在 3 月表现占优.....	17
图表 34 消费风格在月末走强.....	17
图表 35 3 月两市成交额逐渐上升.....	18
图表 36 3 月北向资金继续流入.....	18
图表 37 3 月 TMT 确立市场唯一主线.....	19
图表 38 TMT 作为三月唯一主线，游戏、出版领涨.....	19

1 市场观点：拨云见日，复苏之光乍现

在 1-2 月宏观数据疲弱、政府工作报告及总理记者问中传达政策稳信号使得市场政策预期下修以及海外金融风险暴露，发达经济体加息预期弱化的影响下，3 月市场整体呈现震荡格局。配置上，受 ChatGPT 驱动、数字经济催化剂事件频现，TMT 领衔上涨。展望 4 月，市场对经济复苏以及宏观政策低预期有望迎来修复。一是增长偏悲观预期，有望在一季度数据公布后得到一定修复，先行指标 PMI 已显示 3 个月连续改善；二是对政策力度偏弱的预期，有望在一季度政治局会议、扩内需政策逐步落地以及基建相关的政策性开发性金融工具落地后有所改善。整体判断，4 月份 A 股可以更乐观一些，有望好于 2-3 月，围绕尚未被定价的经济复苏预期差和 TMT 产业周期进行配置，关注三条主线：一是可选消费稳步复苏，关注食品饮料，医疗服务和美容护理；二是五一节前出行链条有望凝聚更多共识，关注航空机场、酒店餐饮和旅游景区；三是数字中国和 AI 商用双轮驱动的 TMT 产业浪潮下直接受益的 TMT 方向计算机、通信、传媒，和扩散的电子。

经济内生修复，关注地产复苏力度与持续性。经济延续复苏，PMI 连续 3 个月在荣枯线上扩张。一季度经济开局向好，Q1 的 GDP 增速有望达 4.5% 左右。社零增速预计在 5% 左右，投资端 5.1% 左右，基建投资延续发力（9.5% 左右）、制造业投资增速放缓（7% 左右）、地产投资负增长（-4.8% 左右），出口同比-6% 左右。通胀上，食品价格快速下行拖累 CPI，预计一季度 CPI 均值 1.6% 左右，PPI 均值-2% 左右。

流动性总量稳中有升。社融向好，信贷规模增长变缓但推力持续，总量稳步抬升。长端利率向上支撑渐强，短端资金价格近期波动加大，需关注向长端传导的风险。微观流动性改善，增量资金积极流入。

美联储加息预期减弱，风险偏好持续回温，关注四月底政治局会议表述。高利率风险在金融领域显现，或成为美联储结束加息新变量，美联储上半年大概率结束加息。4 月末中央政治局会议大概率整体维持中央经济工作会议要求，甚至略更积极，当前市场对政策预期处于极低状态，风险偏好或有望小幅提振。

图表 1 4 月全行业投资逻辑总览

风格	行业	支撑或压制逻辑
成长	电力设备	行业竞争格局恶化，光伏组件等重点产品价格下行
	国防军工	军费稳定增长，军方订单有望提升行业景气程度
	电子	数字基建和 AI 商用增加算力需求，全球电子周期有望在 Q2 触底回升
	计算机	“数字中国”建设和 AI 商用直接利好
	通信	“数字中国”建设和 AI 商用直接利好
	传媒	AI 商用下出版及数字媒体的素材价值提升，AIGC 提效游戏和广告营销
消费	煤炭	国内煤炭产能持续释放，供需偏紧情况出现一定好转

	公用事业	进入春夏后需求减少，国际天然气价格难维持高位
	交通运输	境内外往来有望进一步恢复
	石油石化	国际原油价格大幅波动不利于国内炼化类企业，若稳定在一定水平则有利于炼化企业业绩释放
	有色金属	能源金属偏成长新能源属性，基本工业金属受制于美联储加息
	基础化工	近期国际原油价格短期回落显示需求不足，但部分供给受限品种或存在结构性机会
	钢铁	基建和地产增速稳定，库存水平已在低位，行业迎来景气向上周期
	机械设备	行业大周期趋势向下，Q1 地产基本面是否企稳仍需观察、基建增量规模尚不确定，需求偏弱
	建筑材料	基建和地产增速稳定，库存水平已在低位，行业迎来景气向上周期
	建筑装饰	基建和地产增速稳定，库存水平已在低位，行业迎来景气向上周期
周期	食品饮料	消费复苏态势确定，以白酒为代表的高端消费存在韧性
	农林牧渔	生猪存栏仍未到见底时期，猪肉价格上行存在压力
	家用电器	地产基本面企稳有效提振行业需求
	汽车	新能源汽车竞争格局恶化，价格战将损害汽车全产业链盈利能力
	社会服务	居民旅游出行意愿有望继续得到释放
	纺织服饰	Q2 外需逐步走弱，出口同比增速或将逐步走弱
	医药生物	医疗服务需求恢复，中药带量集采降价温和
	轻工制造	出口压力在 Q2 依然存在
	商贸零售	居民旅游出行意愿有望继续得到释放
	房地产	地产基本面持续改善，有望迎来景气和政策的叠加行情
金融	非银金融	全面注册制催化，投行业务增长确定性强
	银行	金融向实体让利影响业绩

资料来源：华安证券研究所整理。

1.1 经济内生修复，关注地产复苏的力度与持续性

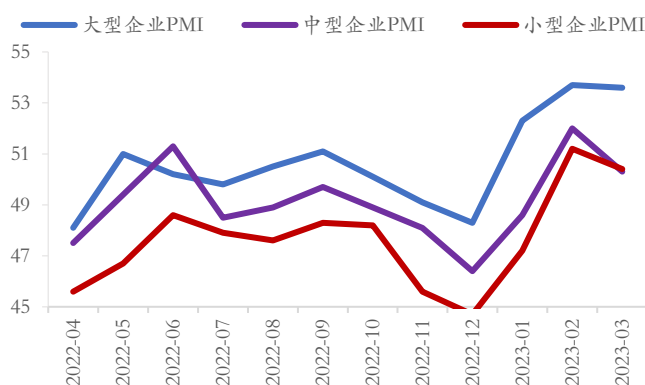
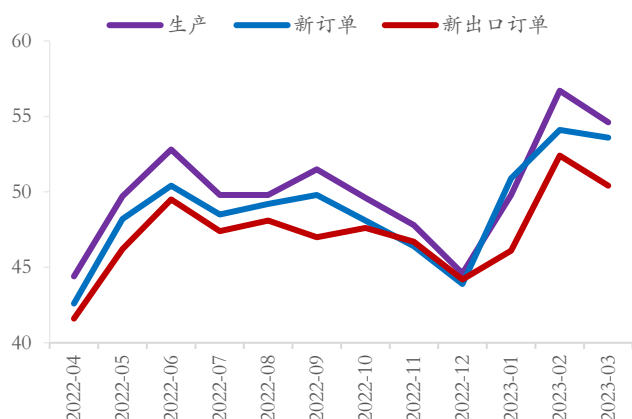
一季度经济开局向好，对内生修复无需悲观。4月中旬国家统计局将公布一季度宏观经济数据。根据我们在二季度策略报告《可以乐观些，复苏与科技并进》（2023-03-31）中测算，一季度经济开局向好，Q1 的 GDP 增速有望达到 4.5%左右。社零增速预计在 5%左右，投资端预计在 5.1%左右，基建投资延续发力（9.5%左右）、制造业投资增速有所放缓（7%左右）、地产投资继续负增长（-4.8%左右），出口同比在-6%左右。通胀方面，食品价格快速下行拖累 CPI，预计一季度 CPI 均值在 1.6%左右，PPI 均值预计在-2%左右。

经济延续复苏态势，PMI 连续 3 个月处于荣枯线之上。3 月制造业 PMI 为 51.9%，较上月回落 0.7 个百分点，经济仍处于复苏通道。①生产、新订单仍处于扩张区间。春节后返乡人员陆续复工复产，3 月生产指数为 54.6%；新订单和出口订单指数分别

为 53.6%和 50.8%，新出口订单指数趋于平稳，出口增速有望见底企稳。②**就业压力仍不容忽视**，从业人员指数再次跌破荣枯线。2 月从业人员为 49.7%，较上月下降 0.5 个百分点。2 月调查失业率仍高，居民就业和收入修复尚需时日。③**服务业复苏势头较好**。3 月份，服务业 PMI 上升至 56.9%，在 55%以上高景气区间继续向上。从行业情况看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于 60.0%，表明近期居民消费和商旅出行意愿增强，相关行业市场活跃度较快回升。从不同规模的企业制造业 PMI 来看，各类型企业 PMI 均有不同程度回落，尤其是中型企业回落较多，但中小型企业 PMI 仍处于荣枯线之上。

图表 2 生产、新订单、新出口订单均有所回落

图表 3 各规模企业 PMI 仍处于荣枯线之上

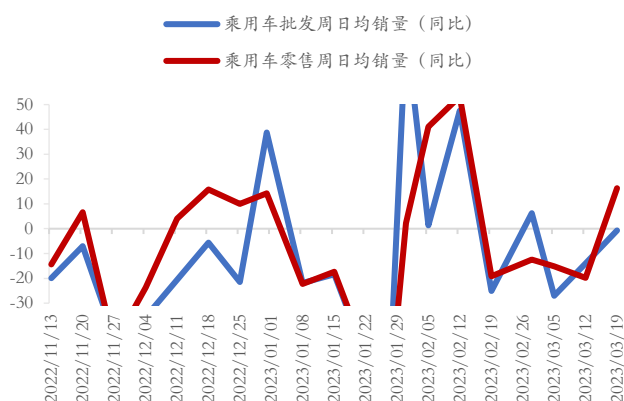


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

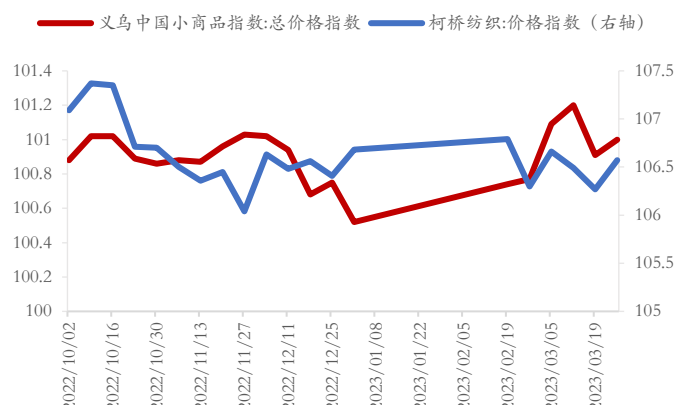
商品消费增长乏力，服务消费向好明显。3 月前 3 周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为 3.8 万辆和 3.6 万辆，同比分别下降 14.7%和 8%，去年汽车促消费带来的透支效应进一步显现。典型消费品价格有升有降：义务小商品指数 3 月较 1 月略有上升至 101，中关村电子商品指数较 2 月下降 0.25 至 82.8，柯桥纺织价格指数持平于 106.6。服务类消费明显向好，3 月商务出行延续火爆，同时电影市场明显转好，电影票房收入较去年同比大增 93%。**预计 3 月份商品消费延续弱复苏态势，社零增速有望达 6%左右。**随着居民就业和收入逐渐向好，消费复苏的内生动力更加充足，地产下游消费可能在 1-2 月楼市成交明显修复下有所回暖，但考虑到汽车等大宗消费有所透支，预计社零增速不会太高。**服务类消费继续向好，出行受商务活动恢复提振明显，其余服务消费延续内生修复。**

图表4 乘用车销量同比仍维持弱势



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

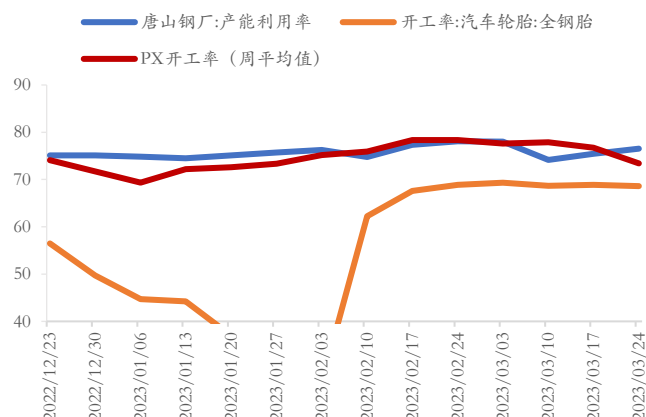
图表5 小商品价格有所反弹, 但柯桥指数震荡略下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

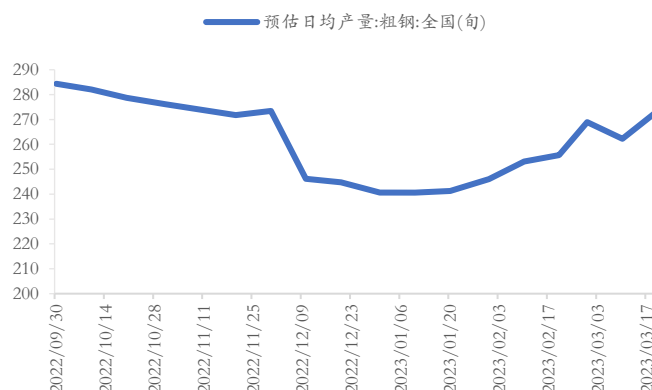
生产端整体维持平稳。唐山产能利用率、PX 开工率、汽车轮胎开工率整体趋稳, 反映春季开工后生产端整体平稳。3 月钢材预估日产量较 2 月继续提升, 表明基建类开工有望进一步提速。

图表6 典型工业品开工率有所上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

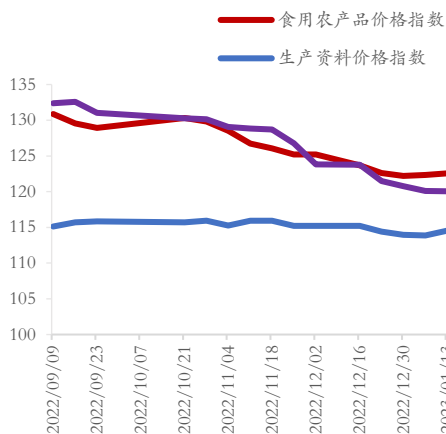
图表7 粗钢产量开启上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

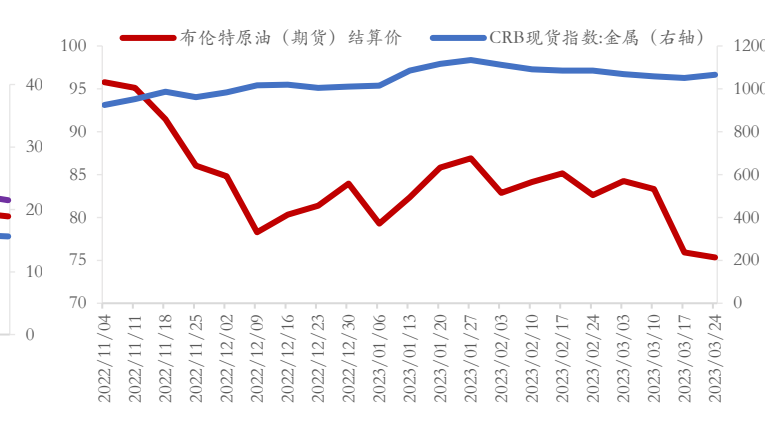
通胀方面, 食品价格、能源价格下行, 预计 3 月 CPI 小幅反弹、PPI 同比仍为负。猪肉价格继续回落, 3 月前 3 周价格均值 21.64 元/公斤, 与 2 月周价格均值 21.82 元/公斤基本持平, 但由于去年基数偏低与去年 3 月均值同比涨幅扩大至 11%。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算, 3 月蔬菜价格指数同比下跌 19.2%。服务类价格虽然出行、酒店等领域有提升动力, 但食品、燃油下行拖累仍然明显。综合来看, 预计 3 月 CPI 在 1.6% 左右, 如食品价格难以上行则 CPI 缺乏上行动力。发达经济体金融风险 and 衰退预期逐步发酵, 能源与上游原材料价格走弱。而去年同期基数处于阶段性顶点, 受次影响下, 预计 3 月 PPI 同比增速在 -3% 左右, 上半年大概率难回正。

图表 8 食品价格降幅明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/公斤

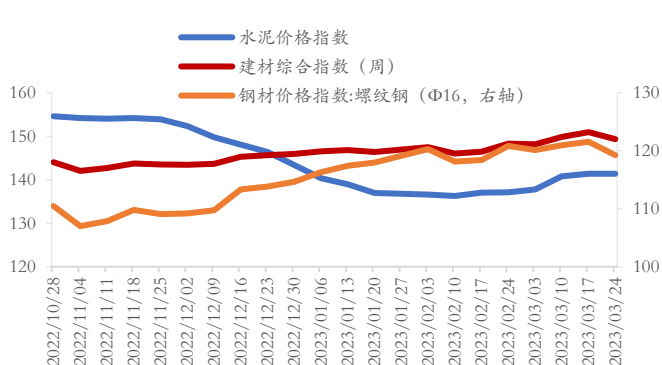
图表 9 原油与金属价格维持震荡向下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

投资端持续发力，关注地产销售改善的持续性。3月，钢材、水泥等建材价格有所回升，表明基建等项目开工有望提速。30个大中城市商品房销售面积增速有所回暖（但由于30城口径调整，一线城市外的数据可比性减弱），后续仍需关注可持续性。我们认为，投资端仍旧依靠基建与制造业投资支撑，地产投资以“渐进式”复苏为主。①当前地产数据好转不宜过度乐观。购房需求高涨是来自前期疫情达峰、春节假期等多重原因带来的积压需求得到阶段性释放，还是居民部门购房信心彻底好转，还需要密切关注。随着集中供地模式的优化，各地为了吸引房企参与投资纷纷加大优质地块供应，是本轮土拍回暖的重要原因。②居民部门购房信心依然偏弱。一方面，虽然防疫放开后全社会对经济复苏信心大幅度增强，但传导到居民部门对于收入、就业信心，进而再传导至居民部门购房意愿仍需要时间。③地产政策以托底为主，全国性刺激政策并未出台。如，首套住房贷款利率政策动态调整机制中就对放宽房贷利率下限规定了相关条件；一线城市整体调控刚性仍在，“两会”后首付比例、限购等核心调控举措尚未见到松绑迹象。

图表 10 建材价格小幅走强



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表 11 3月30城商品房周销售面积同比继续改善

指标（3月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	2月均值
成交面积（万平方米）	368.02	363.77	330.43	341.89	263.68
同比	40.49	66.43	34.22	24.94	31.51
其中：一线	89.47	85.22	62.21	69.06	57.51
同比	50.78	71.43	24.24	22.57	10.06
二线	201.87	179.47	183.49	187.86	144.52
同比	36.02	54.26	32.80	23.88	26.92
三线	76.67	99.07	84.73	84.97	61.64
同比	41.49	88.66	46.20	29.41	79.33

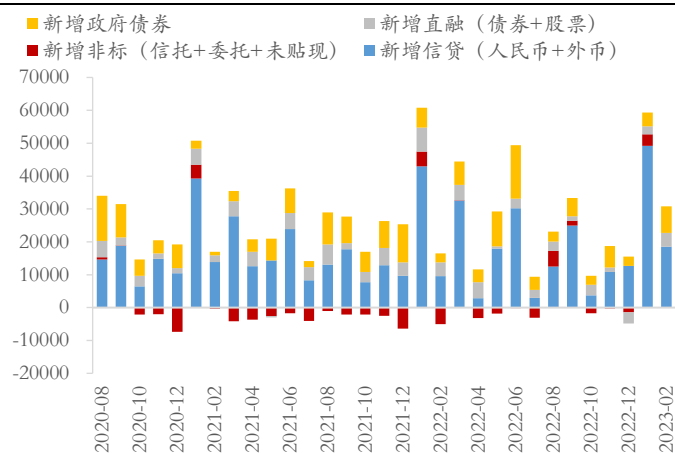
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市同比与此前可比性弱化。

1.2 总量稳中有升，跨季后价格平稳

总量稳步提升，充裕状态延续。3月超预期降准后市场对流动性预期好转，4月预计资金价格平稳，规模小幅提升。①央行4月超额续作MLF概率较大。自2022年12月以来，央行每月均超额续作MLF，用以投放中长期资金。4月到期共1500亿元，预计央行仍将小幅超额续作。②降息、降准概率降低。3月超预期降准，利率报价保持不变。在经济基本面逐步修复的大趋势下，当下降息必要性较低；而央行副行长提出“保持正利率和向上的收益率曲线”后，选择MLF操作净投放中长期资金是收益率曲线向上的更优选择，而非再次降准。

3月社融预计仍将持续改善，二季度信贷规模增长速度或小幅下降。当下金融数据显示信贷及政府债券对社融支撑较强，其中2月信贷创下历史同期新高。剔除春节提前、投放错位影响外，信贷投放依然较强，表明：①实体持续回暖，后续仍有惯性。②居民消费及对地产信心有所改善。3月以来票据利率、同业存单利率均处中枢偏上水平，说明信贷需求强势延续，因而3月宽信用或延续向好，信贷对3月社融支撑力度较大。需要注意的是今年信贷靠前发力投放，或会对二季度在全年信贷投放中的占比有所压制，所以二季度银行强势投放资金的力度将有所减弱。但在经济基本面逐步修复的大背景下，我们认为信贷对社融的推动力仍将持续。

图表 12 2月信贷投放超季节性继续发力，同比多增 9241 亿元
图表 13 同业存单利率仍处中枢水平以上



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

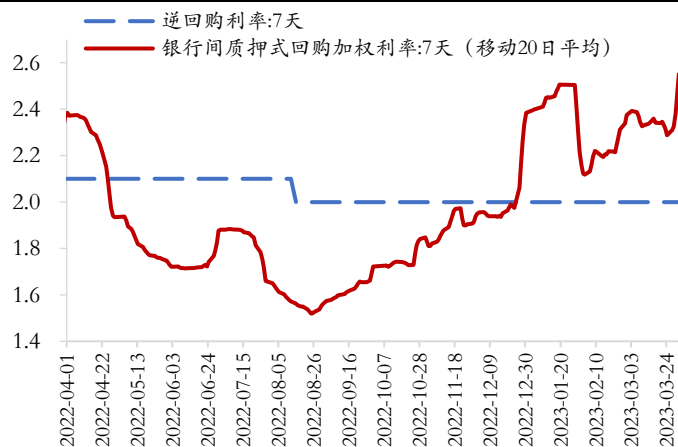


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

长端利率向上支撑渐强，短端资金价格近期波动加大，需关注向长端传导的风险。长端利率4月预计维持偏强震荡走势：①经济处于复苏通道，回升斜率偏稳，对长端利率向上支撑变强；②债市情绪转为防守，降低杠杆率并调换至高流动性标的。短端利率方面，当下跨季、跨月资金面紧张，央行态度呵护依然及时予以逆回购净投放、用以熨平波动。但近期短端资金价格波动增大，交易所隔夜利率上升幅

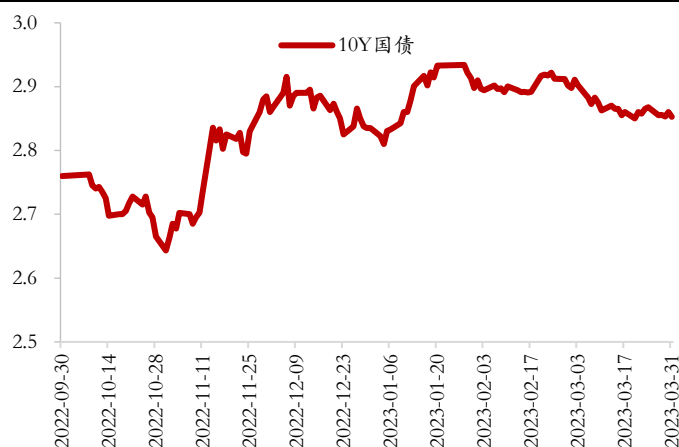
度较大、3月31日临近收盘时曾一度接近9%，具有向长端利率传导的风险。后续需持续关注短端资金价格进入4月后是否能快速回归，若未快速回落至中枢水平，则市场对于流动性的预期或起波澜。

图表 14 3月末短端资金价格大幅上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

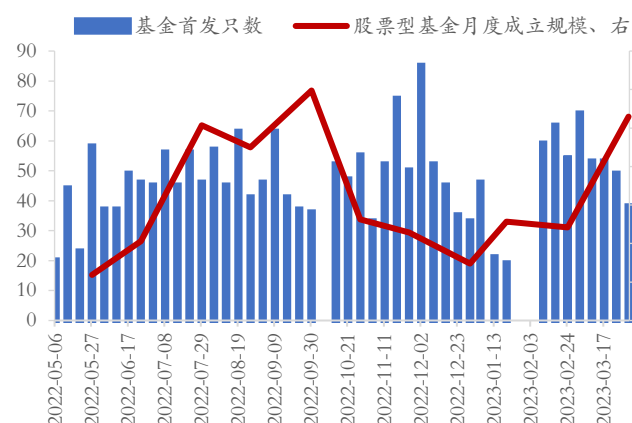
图表 15 长端利率窄幅震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

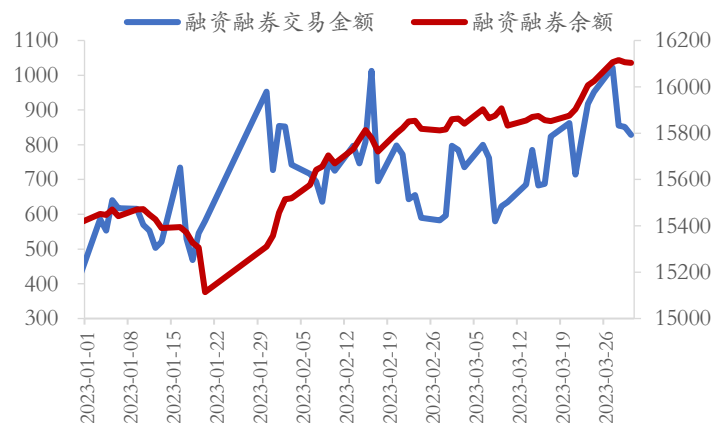
微观流动性改善，股票型基金成立规模上升。近期市场成交额维持在万亿水平，而融资融券余额也稳定上涨，市场情绪仍处修复通道。**增量资金方面**，基金周度首发只数维持在中枢偏上水平，其中股票型基金月度成立规模上升，3月达到265亿元；ETF资金自2月以来积极流入，3月总计净流入超200亿元，较此前月度规模明显上升；而北上资金积极流入，3月净流入达354亿元、规模较大。**存量资金方面**，估算指标显示基金仓位逐步上升。我们认为市场情绪持续边际修复，微观流动性后续偏乐观，支撑市场。

图表 16 股票型基金成立规模上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：只数、亿元

图表 17 融资融券余额上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

1.3 美联储加息预期减弱，风险偏好持续回温，关注四月底政治局会议对后续政策力度的表述

高利率风险在金融领域显现，或成为美联储结束加息新变量。硅谷银行破产、Signature 银行破产、瑞信破产以及德意志银行 CDS 利率飙升，反映出美欧发达经济体维持高利率水平下银行业风险有所暴露，可能成为发达经济体央行提前结束加息或降低利率目标值的重要影响因素。我们认为，①**美联储上半年大概率结束加息周期**。根据 3 月 FOMC 会议中点阵图数据显示的 2023 年美联储利率目标为 5.1%，换言之，即使 5 月再次加息 25BP，则美联储将其政策利率区间调整至 5%-5.25% 已经达到其政策目标，标志着美联储本轮加息周期结束。②**市场关注点转向美联储何时降息**。由于发达国家银行业风险逐步暴露，市场对于美联储于上半年完成加息的预期逐步收敛，对于美联储何时降息的博弈将逐步成为市场的主要关注点。但从克拉里达规则测算，美联储年内降息需满足通胀回落至 2.2% 附近，这一条件较为苛刻。同时，美联储主席鲍威尔对于年内降息态度持否定态度。因此，我们认为年内降息概率不大。但根据纽约联储模型测算的美国未来 12 个月经济衰退概率大幅攀升，美国衰退风险仍不容忽视。综合来看，在银行业风险得到妥善应对之前，市场对于美联储加息整体持鸽派预期，有助于风险偏好持续回温。

关注 4 月末中央政治局会议定调。我们认为，4 月末中央政治局会议大概率整体维持中央经济工作会议要求，但也有可能更加积极。但由于当前市场的政策预期正处于极低的状态，因此中央政治局会议定调整体维持或略偏积极不会使得市场对政策的预期有进一步下修风险，风险偏好政策层面易改善、难恶化。重点关注以下几个方面：①**财政政策**方面，可能会更加强调新政策工具的使用。当前财政政策主要在赤字和地方政府专项债上发力，而在中央经济工作会议上要求的贴息等工具上相对保守，因此对贴息工具政策有望要求加快，如类似去年的“保交付基金”和“政策性开发性金融工具”等。②**货币政策**方面，在精准性和有力程度都有望强化。首先在总量工具上，有望整体延续维持一季度的合理充裕流动性，在一季度增长压力大、CPI 走低的背景下，流动性边际大幅收紧的可能性很低。其次在结构化工具上，一季度整体发力有限，因此二季度有望要求加大这方面的发力，如加大对科技、中小微企业的支持力度等。③**扩内需**方面，继续促进消费恢复扩大、发挥投资有效带动。一季度基建投资支持力度较大，制造业投资支持力度正在发力，整体投资端的带动作用凸显。然而消费端复苏仍然疲弱乏力，因此有望出台更多促消费活力的政策。

2 行业配置：复苏与科技并进，三条主线配置

重视尚未被市场定价的经济上行超预期可能性，配置上复苏与科技齐头并进。回顾3月市场行情表现，A股行情围绕着“数字中国”和AI商用落地展开出了TMT产业行情，整体市场轮动加快且结构化严重。展望4月，在中旬公布的一季度和3月经济数据将验证复苏节奏和成色，市场的注意力或向经济复苏方向聚焦偏移。配置方面，建议重视经济上行超预期的可能性，配置可选消费和出行链条，同时TMT产业浪潮未休也有机会。

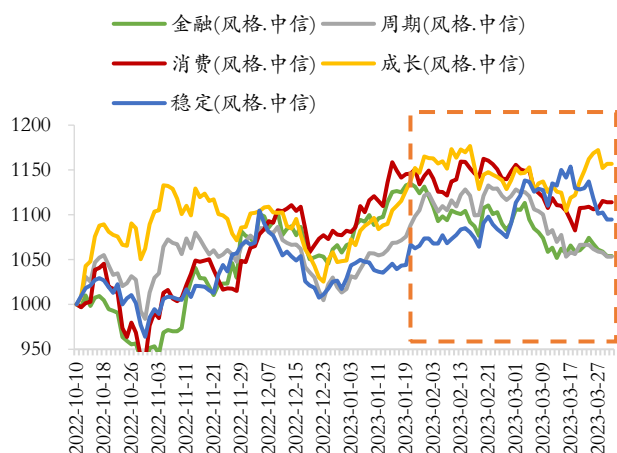
具体地，4月可配置三条投资主线：第一条是受益于经济上行超预期可能性的白酒、医疗服务、医疗美容和化妆品；第二条主线是尚未被市场定价但复苏良好的出行链条，包括航空机场、酒店餐饮和旅游及景区；第三条主线是“数字中国”与AI商用双轮驱动下TMT产业行情，包括直接受益的计算机、通信和传媒，以及新需求叠加周期转正将迎来扩散行情的电子。

2.1 主线一：重视经济上行超预期可能，消费风格值得重视

春节后消费风格维持震荡格局，市场对消费乃至经济的修复普遍持悲观态度。自2022年11月至2023年春节前A股主要交易疫情防控放开，期间消费风格整体涨幅领先。在春节假期之后消费风格整体维持震荡格局，当前市场对经济修复尤其是消费的修复持悲观态度，存在预期差。因此消费风格值得重视配置，其中可选消费方向更优，包括白酒、医疗服务、医疗美容和化妆品。

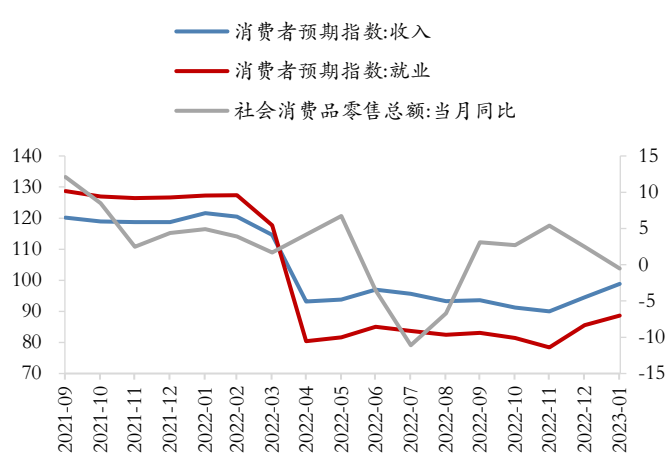
重视经济上行超预期可能，消费或有惊喜。由于1-2月合并经济数据受感染高峰扰动不能准确反应疫后复苏进程，故需要重视经济上行超预期的可能性。对于消费风格而言疫情导致的消费场景消失和消费者预期下降始终是最大掣肘，就当下而言疫情高峰已经退去，并且也并无第二次感染高峰的隐忧，随着疫后经济复苏消费者预期将迎来提升。

图表 18 消费风格春节后止步不前



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点。注：以2022/10/10

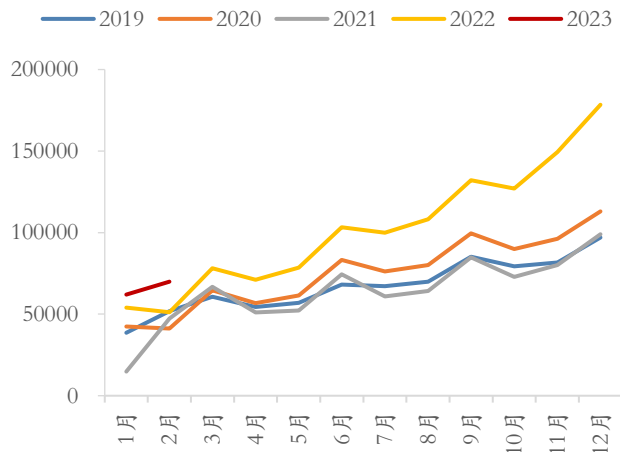
图表 19 疫情影响退去后消费者预期有望提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%

超额储蓄释放有望加速，优选可选消费方向。在受疫情影响严重的 2022 年，居民累计新增存款显著高于 2019-2021 年水平。随着经济稳步复苏，居民超额储蓄将迎来释放，转化为对可选品的消费。春节后的 3 月是传统的白酒消费淡季，本次以飞天茅台为代表的高端白酒在 3 月淡季依然保持价格稳定，这暗示着高端消费存在充分韧性，疫情期间积累的超额储蓄或能迎来释放。

图表 20 2019-2022 居民户累计新增存款



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 21 白酒淡季价稳暗示高端消费有韧性



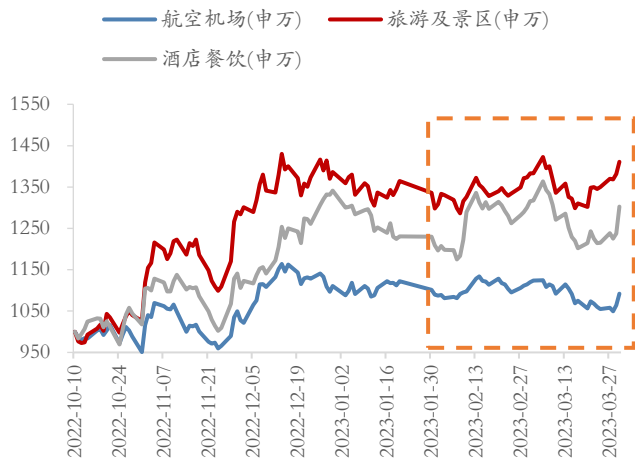
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元

2.2 主线二：出行复苏持续但缺乏关注，五一节前市场或将凝聚共识

出行复苏持续验证但并未得到关注，4 月 A 股市场或逐渐重视出行链条。航班执行数、地铁客流量、重点旅游目的地接待游客数等指标均指向居民出行迎来充分复苏。但自春节前反应疫情防控放松的反弹行情之后，出行链条一直较为乏善可陈。随着 3 月经济数据验证复苏节奏，有强基本面支撑的出行链条或将重新被市场重视。因此推荐出行链条中的**航空机场、酒店餐饮和旅游及景区**。

目前出行链条股价反应疫情防控放开带来的预期，尚未反应出行复苏的现实。出行链条在 2022 年 11 月底因疫情防控放开预期开始反弹，至 2022 年 12 月底全国感染高峰结束，此后一直维持震荡走势。目前出行链条股价中反应的是疫情防控放开的预期，对于出行复苏的现实还未进行定价。

图表 22 出行复苏并未被市场定价



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点。注: 以 2022/10/10 为基准进行标准化

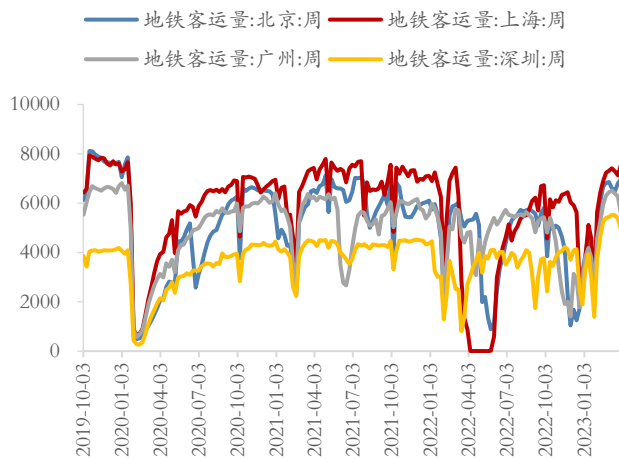
图表 23 国内航班执行架次稳定在疫情以来高位水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 架次

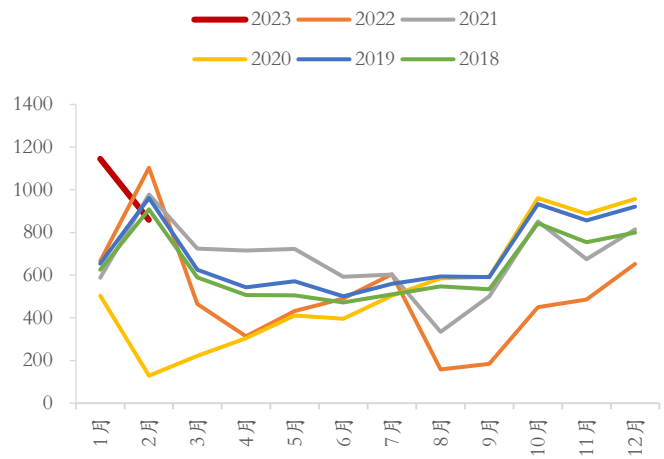
数据显示出行复苏强现实。从国内航班执行架次来看, 防控放开后始终处于高位, 并且没有出现大幅波动, 反应居民出行的需求和意愿旺盛。一线城市地铁客流量方面, 上海和广州地铁客流量均恢复至疫情前水平, 深圳高于疫情前水平, 仅北京低于疫情前水平。地铁客流量的恢复说明人员流动加快和城市生产生活逐渐正常化, 在此基础上消费场景得到充分恢复。热门旅游目的地海南省 1-2 月接待游客数较过去 5 年处于高位, 显示居民出行需求释放的强现实。

图表 24 一线城市地铁客流量恢复至疫情前水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万人次

图表 25 2018-2023 年海南省各月接待游客人数

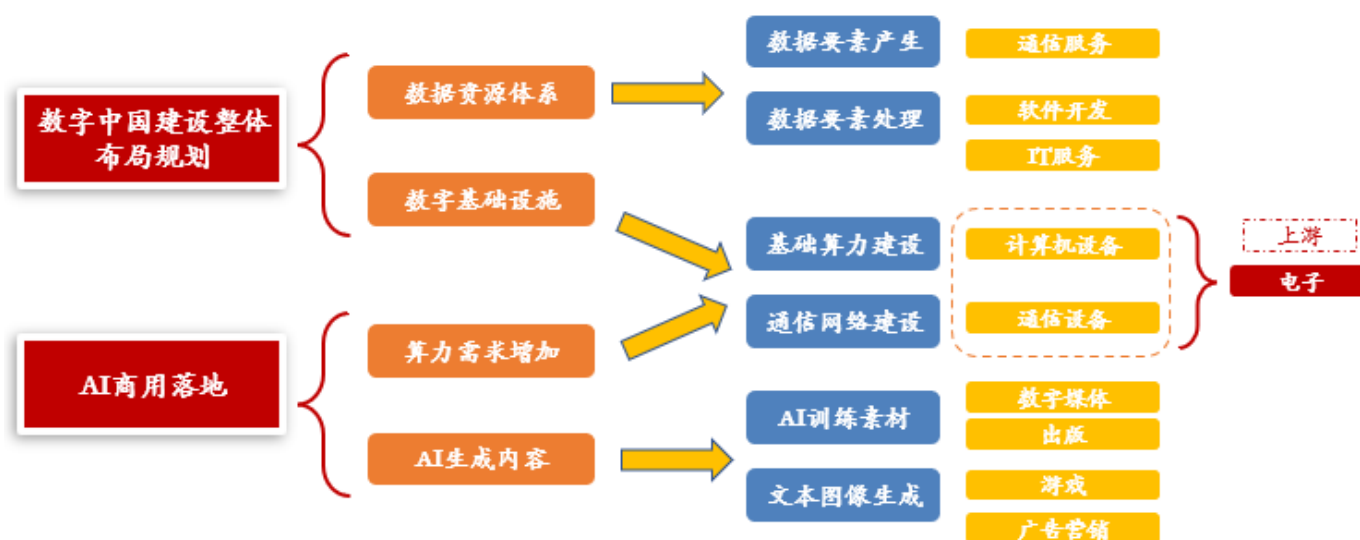


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万人次

2.3 主线三：“数字中国”与 AI 商用双轮驱动下泛 TMT 行情

配置受“数字中国”与 AI 商用直接利好的计算机、通信和传媒，上游电子有望迎来扩散行情。“数字中国”建设和以 ChatGPT 为代表的 AI 商用落地将从数字资源、数字基础设施和 AI 应用生态等方面推动 TMT 产业的升级扩张，由此直接推动计算机、通信、传媒行情。上游电子则有望在数字基础设施建设和算力需求增加背景下迎来扩散行情。

图表 26 “数字中国”与 AI 商用双轮驱动 TMT 行情

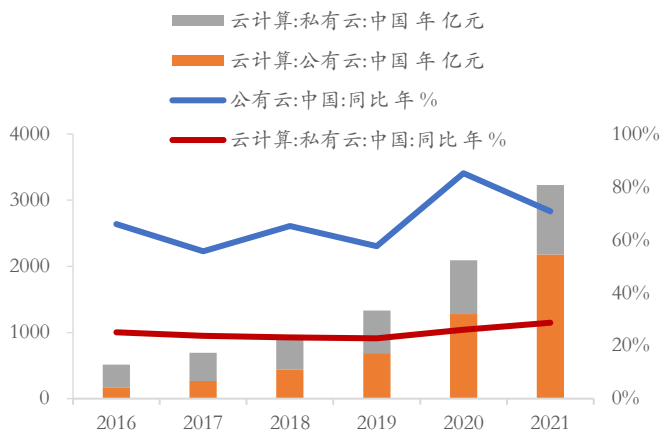


资料来源：华安证券研究所整理。

数字基建有望在高增速基础上再发力。数字基建主要包括云计算、5G 网络、东数西算、通用数据中心、超算中心等领域。近年来数字基建建设和推广应用速度较快，自 2016 年以来国内公有云计算规模增速均在 50%以上，近两年云计算整体增速亦在 50%以上。随着“数字中国”规划的发布和实施，数字基建增速有望再上新台阶。

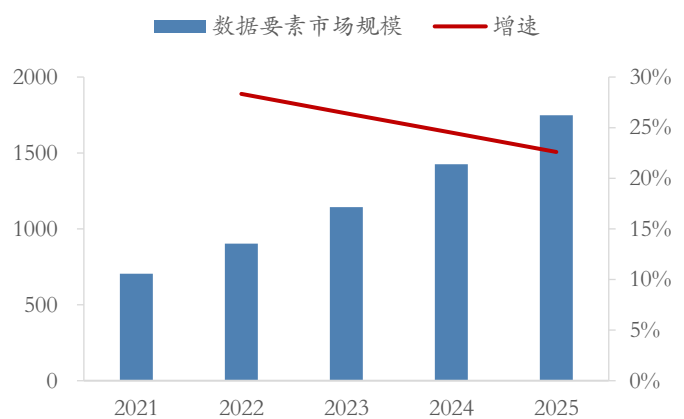
政策高定位数字资源，数据要素市场将快速增长。在“数字中国”建设规划中，数字资源被定性为两大基础之一，在此前数据资源被确认为资产的基础上进一步提高了数字资源的定位，作为数据资源重要组成部分的数据要素市场将迎来快速增长，2021—2025 年复合增长速度超过 25%。

图表 27 国内云计算近年来维持高增速



资料来源: wind, 华安证券研究所整理。单位: 亿元, %

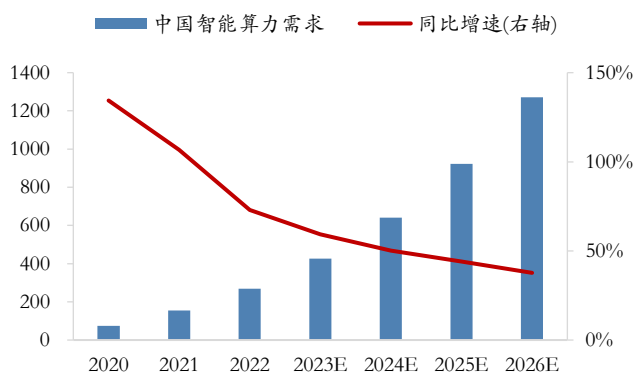
图表 28 数据要素市场将维持高增速



资料来源: IDC, 华安证券研究所。单位: 亿元, %

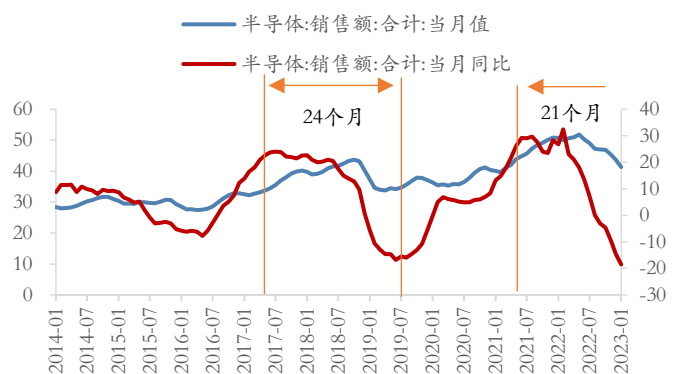
新需求叠加周期转正, TMT 行情将扩散至电子。数字基建和 AI 商用增加半导体需求。数字基建加速将明显增加对计算机设备和通信设备的需求, 二者上游直接对应电子行业中的半导体。同样 AI 商用将大量增加对算力的需求, 也将传导至半导体领域。根据 IDC 预测数据, 我国 2026 年智能算力需求将达 1271EFlops, 是 2026 年的 4.7 倍, 半导体需求增长的确定性强。全球电子周期有望迎来上行, 同样支持电子走强。半导体作为电子产品的上游原料其销售情况可以反应全球电子周期走势。在上一轮电子周期中, 半导体销售额由高位到低点共计 24 个月。本次电子周期中半导体销售额在 2021 年 5 月达到高位水平至今已 21 个月, 有望在 Q2 确认低点迎来上行周期。全球电子周期的走强将对电子行业整体走势形成强支撑。

图表 29 国内云计算近年来维持高增速



资料来源: IDC, 华安证券研究所整理。单位: EFlops, %

图表 30 数据要素市场将维持高增速



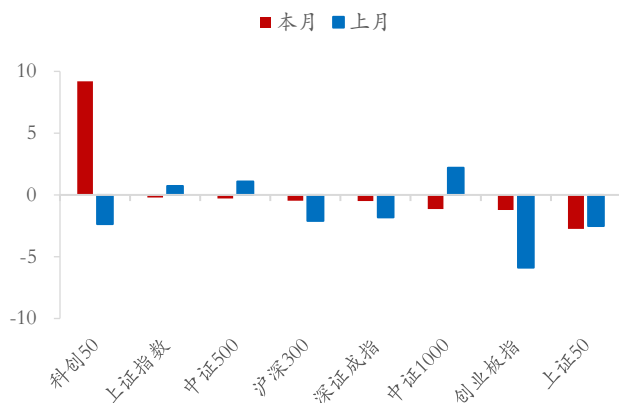
资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: 十亿美元, %

3 行情复盘: 指数震荡, TMT 领涨

3.1 指数与风格回顾：3月A股震荡，成长占优，周期大幅下跌

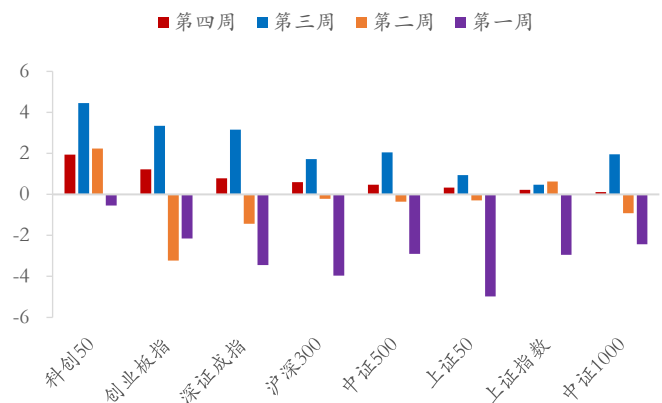
3月主要股指震荡为主，成长风格占优，周期大幅下跌。上证指数下跌0.21%，深证成指下跌0.49%，创业板指下跌1.22%，沪深300下跌0.46%，上证50下跌2.75%，科创50上涨9.20%。按风格来看，成长风格上涨2.71%，稳定风格上涨1.44%，消费风格下跌1.75%，金融风格下跌3.07%，周期风格下跌4.90%。大盘指数下跌1.28%，中盘指数下跌1.35%，小盘指数上涨0.11%，茅指数下跌1.44%，宁组合下跌2.83%。

图表 31 3月主要股指震荡为主



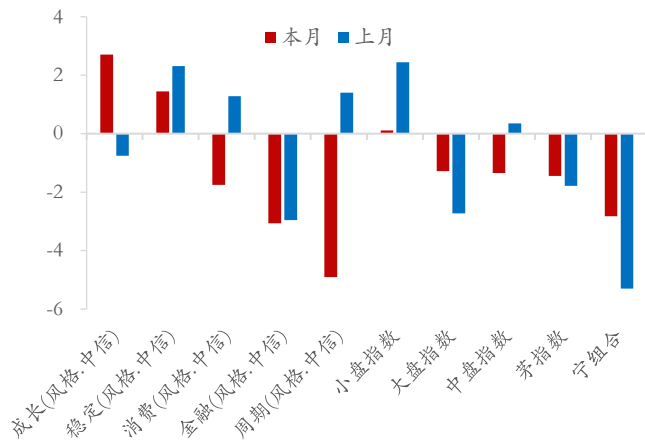
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 32 大盘指数本月大多呈V型走势



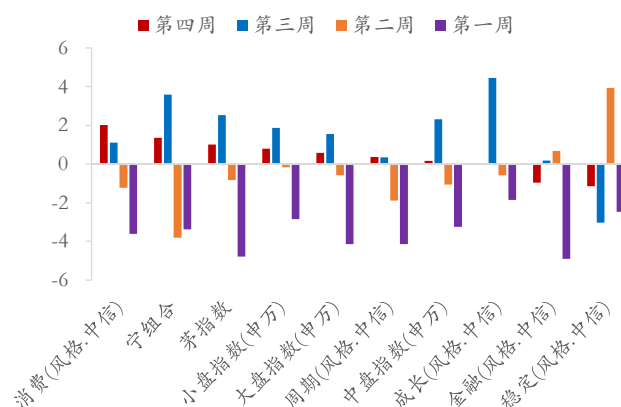
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 33 成长风格在3月表现占优



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

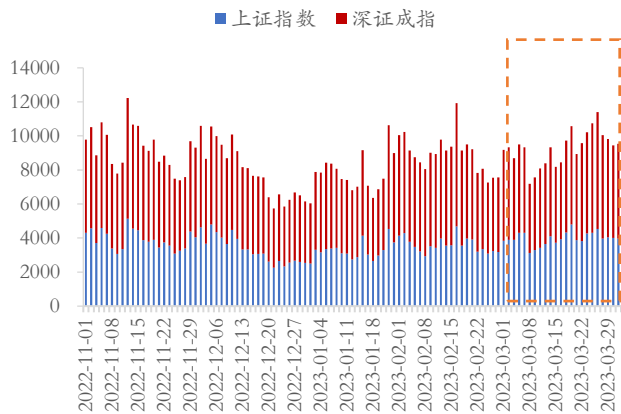
图表 34 消费风格在月末走强



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

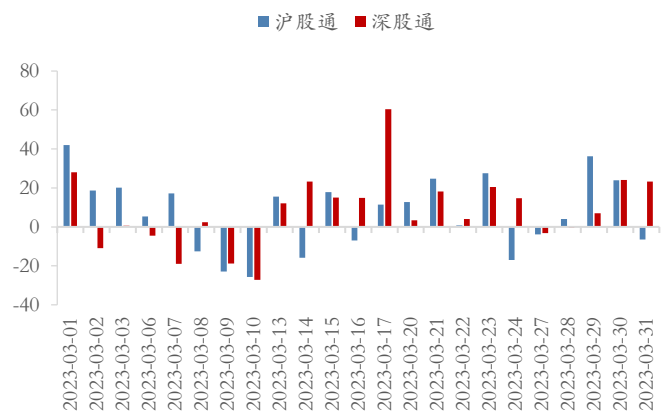
3月两市成交额后来居上，北向资金继续流入。3月月初市场成交额与2月相近，均交投清淡，三月中旬以来市场成交额明显增加，3月15日至30日12个交易日日均成交额9871亿元，较前半个月平均值8618亿元增加1253亿元。海外流动性风险暴露，A股基本面偏好，外资再度流入A股，整个3月北向资金合计净买入386.5亿元。

图表 35 3 月两市成交额逐渐上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 36 3 月北向资金继续流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

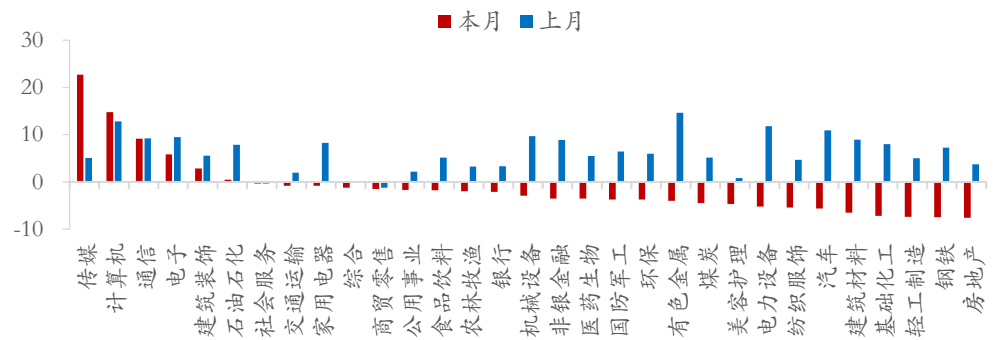
3.2 市场主线集中，TMT 领涨

3 月主线集中，TMT 领涨。本月涨幅前五的行业为传媒(22.67%)、计算机(14.74%)、通信(9.18%)、电子(5.85%)、建筑装饰(2.83%)。本月表现相对较差的行业为房地产(-7.61%)、钢铁(-7.44%)、轻工制造(-7.36%)、基础化工(-7.20%)、建筑材料(-6.51%)。

数字中国与 AI 商用双轮驱动，TMT 全月领涨。2 月底《数字中国建设整体布局规划》的发布接力 ChatGPT 引发 TMT 新一轮上涨，后续国家数据局的成立标志着数字中国重要性达到前所未有的高度，3 月 16 日 GPT4.0 在 office 上落地使人工智能更加具体的应用场景，也对算力提出更高要求，以金山办公(62.54%)为代表的 AI 潜在应用场景、以工业富联(79.36%)为代表的算力需求成为 3 月下旬主力。2023 年 3 月 Wind 发布的 TMT 指数上涨幅度为 5.6%，整个 Q1TMT 指数上涨幅度为 26%，从目前上市公司公布的业绩来看，本轮上行主要由估值推动，业绩跟上尚需时间。

周期风格、地产链本月回调。地产数据目前总体较为混乱，各机构公布数据差别较大，从 3 月国家统计局公布的官方数据来看，房地产降幅处于收窄阶段。销售好于预期，前两个月销售面积同比降幅收窄到-3.6%，销售额同比降幅收窄到-0.1%；“保交楼”背景下，竣工有较大贡献，竣工面积同比增长 8.0%。国房景气指数（房地产开发景气指数）从去年 12 月的谷底开始小幅回升；但根据高频数据推算开发商拿地意愿仍然不高，当前数据显示的主要是存量房地产情况，增量情况仍有待观察。受海外流动性问题影响，以原油为代表的高估值外向型大宗商品本月跌幅较大，带动大宗商品整体回调，国内周期风格也跟随大宗商品跌势，本月大幅调整。

图表 37 3月TMT确立市场唯一主线



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 TMT作为三月唯一主线, 游戏、出版领涨

申万二级	本月	上月	申万二级	本月	上月	申万二级	本月	上月
1 游戏Ⅱ	35.74	9.32	43 航运港口	-1.21	5.62	85 乘用车	-5.01	9.71
2 出版	22.75	1.22	44 综合Ⅱ	-1.23	0.09	86 普钢	-5.06	6.88
3 软件开发	19.22	13.62	45 物流	-1.32	2.81	87 保险Ⅱ	-5.35	6.23
4 黑色家电	18.72	9.81	46 军工电子Ⅱ	-1.37	5.01	88 摩托车及其他	-5.64	15.40
5 影视院线	18.33	-1.78	47 电力	-1.64	1.63	89 塑料	-5.73	9.83
6 数字媒体	18.04	3.69	48 航空机场	-1.89	-1.87	90 服装家纺	-5.86	3.17
7 广告营销	14.29	6.53	49 贸易Ⅱ	-2.08	5.42	91 休闲食品	-5.88	-5.43
8 IT服务Ⅱ	12.62	14.96	50 医疗器械	-2.36	4.11	92 小家电	-5.96	12.01
9 通信设备	10.44	6.65	51 燃气Ⅱ	-2.39	7.16	93 环保设备Ⅱ	-5.96	10.27
10 计算机设备	10.33	8.67	52 食品加工	-2.55	-2.30	94 厨卫电器	-6.01	9.81
11 贵金属	9.26	8.55	53 其他电子Ⅱ	-2.57	12.12	95 饲料	-6.03	3.34
12 电视广播Ⅱ	8.60	2.77	54 证券Ⅱ	-2.65	9.77	96 文娱用品	-6.22	2.11
13 互联网电商	7.93	3.64	55 汽车服务	-2.95	5.32	97 造纸	-6.29	3.92
14 电子化学品Ⅱ	7.86	12.36	56 农产品加工	-3.01	1.90	98 专业连锁Ⅱ	-6.32	2.86
15 消费电子	7.72	8.99	57 环境治理	-3.03	4.71	99 汽车零部件	-6.44	11.31
16 通信服务	7.02	13.91	58 通用设备	-3.12	9.25	100 渔业	-6.49	-5.92
17 半导体	6.90	7.62	59 种植业	-3.33	4.74	101 工程机械	-6.52	9.69
18 航天装备Ⅱ	5.00	9.86	60 农商行Ⅱ	-3.34	2.42	102 动物保健Ⅱ	-6.57	11.57
19 元件	4.70	10.21	61 商用车	-3.36	14.27	103 装修建材	-6.57	8.86
20 国有大型银行Ⅱ	4.55	1.03	62 电池	-3.44	13.16	104 化学原料	-6.60	9.72
21 基础设施建设	4.35	3.41	63 多元金融	-3.48	12.82	105 化学纤维	-6.64	11.62
22 光学光电子	4.11	11.88	64 专用设备	-3.67	11.43	106 化学制品	-6.69	6.77
23 专业工程	3.12	11.35	65 装修装饰Ⅱ	-3.67	6.49	107 生物制品	-6.73	7.06
24 旅游及景区	2.94	-6.36	66 其他电源设备Ⅱ	-3.84	4.97	108 家电零部件Ⅱ	-6.96	14.09
25 轨交设备Ⅱ	2.47	6.23	67 股份制银行Ⅱ	-3.90	5.85	109 橡胶	-7.10	11.69
26 铁路公路	2.19	0.62	68 化妆品	-4.04	-1.50	110 水泥	-7.58	7.43
27 工程咨询服务Ⅱ	2.02	7.41	69 电机Ⅱ	-4.21	17.39	111 房地产服务	-2.52	9.77
28 房屋建设Ⅱ	1.53	1.96	70 城商行Ⅱ	-4.23	0.41	112 房地产开发	-2.74	3.66
29 炼化及贸易	1.14	8.26	71 电网设备	-4.24	9.50	113 航空装备Ⅱ	-2.75	2.93
30 饰品	1.02	5.87	72 包装印刷	-4.27	3.00	114 光伏设备	-2.88	0.41

31	养殖业	0.95	2.62	73	照明设备 II	-4.32	1.82	115	风电设备	-3.07	6.53
32	一般零售	0.74	-4.04	74	化学制药	-4.36	4.51	116	纺织制造	-3.15	11.79
33	教育	0.42	11.78	75	煤炭开采	-4.42	4.99	117	冶钢原料	-3.27	6.23
34	航海装备 II	0.36	6.30	76	调味发酵品 II	-4.58	-1.19	118	金属新材料	-3.94	9.71
35	工业金属	0.07	14.27	77	专业服务	-4.60	6.00	119	农化制品	-4.43	2.81
36	非白酒	0.04	-4.11	78	饮料乳品	-4.67	2.93	120	小金属	-4.84	3.64
37	中药 II	-0.07	4.43	79	焦炭 II	-4.68	6.41	121	能源金属	-5.36	12.21
38	白色家电	-0.29	6.77	80	地面兵装 II	-4.78	13.30	122	家居用品	-6.00	5.85
39	自动化设备	-0.60	9.43	81	油服工程	-4.83	7.27	123	非金属材料 II	-6.72	9.35
40	酒店餐饮	-0.92	-9.86	82	玻璃玻纤	-4.93	11.17	124	特钢 II	-9.84	15.88
41	白酒 II	-0.94	7.85	83	医疗服务	-4.96	9.35			-10.83	13.16
42	医药商业	-0.97	-0.64	84	个护用品	-4.99	-1.09				

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情二次感染或反复感染，美联储货币政策超预期，美国经济衰退超预期，政策解读存在偏差等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。