



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告  
2023年3月31日

# 可以乐观些，复苏与科技并进

——2023Q2季度A股投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007  
分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001  
联系人：任思雨 SAC执业证书号：S0010121060026  
联系人：张运智 SAC执业证书号：S0010121070017  
联系人：黄子崙 SAC执业证书号：S0010121090007



## 核心结论：可以乐观些，复苏与科技齐头并进

市场：  
可以乐观些

配置主线：  
科技链  
复苏链

具体行业

低基数下GDP增速有望超8%

流动性合理充裕再延长

外部风险抑制阶段性解除

盈利改善、估值性价比仍存

1

TMT

2

消费复苏

3

地产链

数字基建与数据要素发展前景明确，计算机、通信、传媒可期待景气验证支撑未来的长期行情。  
数字基建和AI商用增加半导体需求，全球电子周期有望迎来上行，支持电子走强

高端消费显示韧性，优选食品饮料、医药生物和美妆护理中的可选消费方向，主要包括白酒、医疗服务、医疗美容及化妆品

地产链相关的家用电器、家具用品、装修装饰



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 增长：Q1不悲观，Q2最高光，上调全年增速

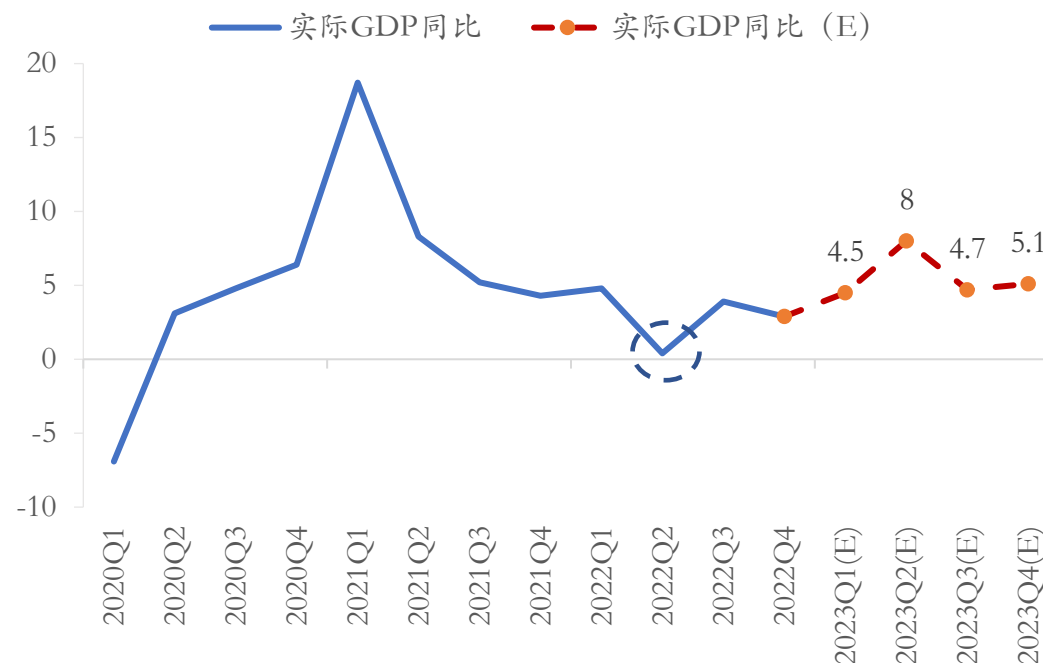
- Q1不悲观，基数效应推动Q2经济增速有望达8%。根据1-2月宏观经济数据整体符合预期，考虑到从去年3月中下旬开始上海、吉林等地疫情拉低基数，预计2023年Q1的GDP增速有望达到4.5%左右，Q2的GDP增速有望达到8%。
- 与年度策略《千磨万击还坚劲》（2022-12-2）预测相比，我们上调了全年GDP增速预期，主要是考虑到1月全国大部分地区实现了疫情达峰退坡，远早于我们之前预计的一季度末，鉴此我们上调了全年社零增速以及服务业复苏预期。1-2月服务业生产指数同比涨5.5%，也显示防疫政策优化后经济仍具有内生修复的韧性。

### 疫情提前达峰，上调全年GDP与社零增速预期

|     | 类别        | 2023全年<br>(E) | 2023Q4<br>(E) | 2023Q3<br>(E) | 2023Q2<br>(E) | 2023Q1<br>(E) | 2022全年 |
|-----|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| 增长  | GDP       | 5.6% ↑        | 5.1%          | 4.7%          | 8.0%          | 4.5%          | 3.0%   |
| 消费  | 社会零售      | 5.5% ↑        | 5.0%          | 4.6%          | 8.2%          | 4.5%          | -0.2%  |
| 投资  | 固定资产投资    | 6.0%          | 7.3%          | 5.2%          | 6.0%          | 5.2%          | 5.1%   |
|     | 制造业投资     | 6.4%          | 6.4%          | 5.8%          | 6.7%          | 7.0%          | 9.1%   |
|     | 基建（统计局）   | 8.0%          | 7.0%          | 6.9%          | 9.2%          | 9.5%          | 9.4%   |
|     | 房地产投资     | -2.0%         | 4.3%          | -3.2%         | -3.8%         | -4.6%         | -10.0% |
| 外贸  | 出口        | -4.3%         | 2.8%          | -7.6%         | -6.2%         | -6.2%         | 7.0%   |
| 通胀  | CPI（季度平均） | 1.6%          | 1.9%          | 1.4%          | 1.4%          | 1.6%          | 2.0%   |
|     | PPI（季度平均） | -2.1%         | -1.7%         | -1.7%         | -2.9%         | -2.0%         | 4.2%   |
| 流动性 | 社融        | 10.9%         | 10.9%         | 10.11%        | 10.8%         | 10.4%         | 3.0%   |

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.除社融外，其余数据均为当季同比。2.上调↑是与年度策略《千磨万击还坚劲》中测算相比较，未标注表明无明显变化。

### 上调全年GDP增速，Q2有望达到8%左右



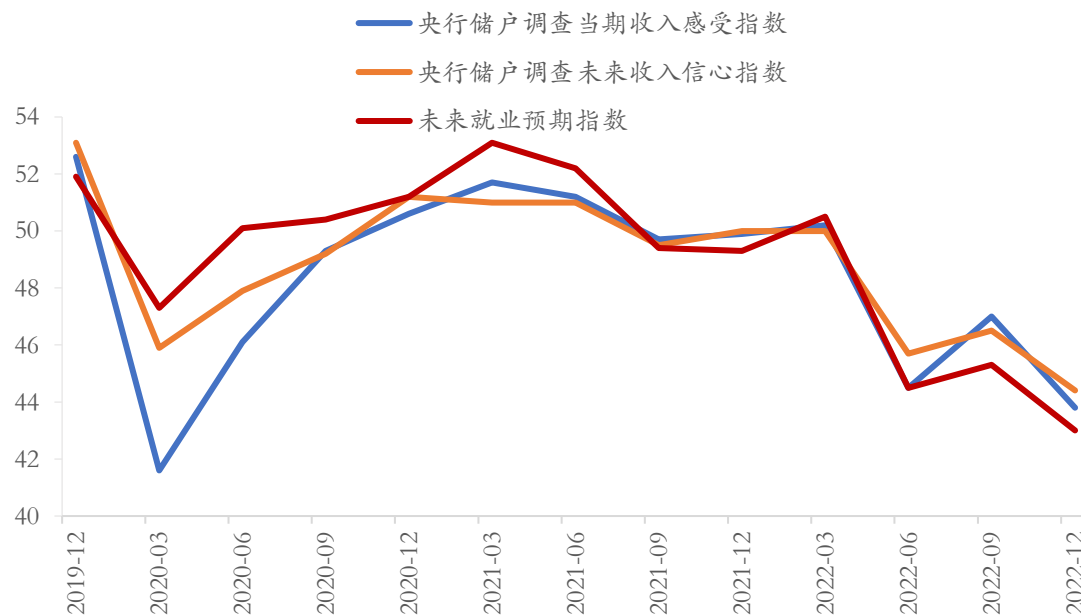
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 消费：低基数下社零有望实现较高增速

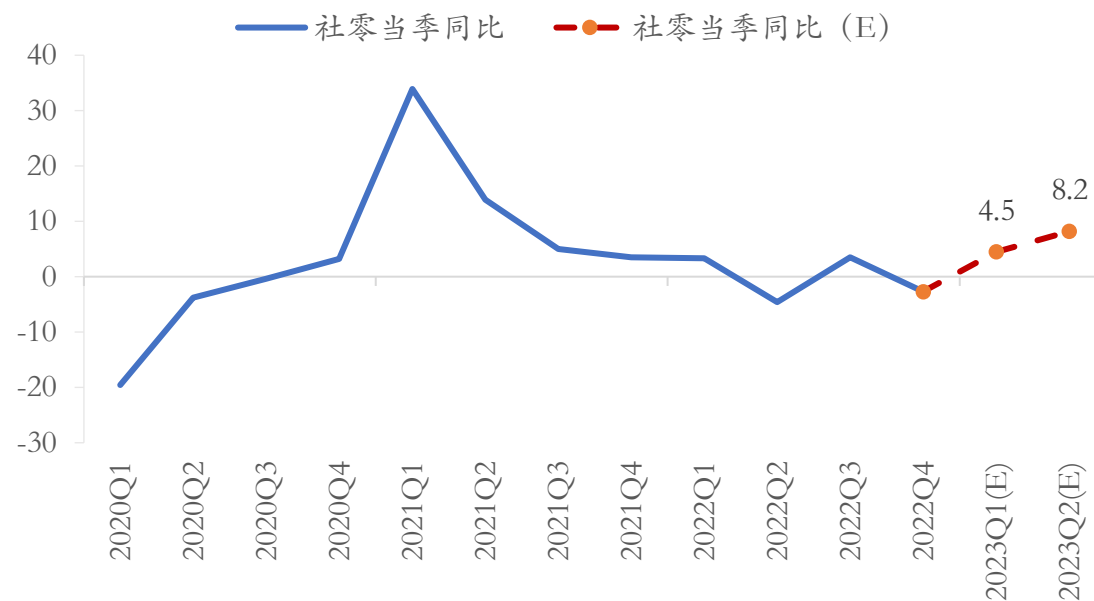
- **低基数下社零有望实现高增速。**考虑到2022年Q2受上海、吉林等地疫情影响，社零同比下降4.6%。如果没有疫情二次冲击或者其他扰动因素，Q2社零维持较高增速无忧。具体来看：①全国范围内线下消费场景已经基本恢复；②随着服务业从业人员恢复带动居民稳就业和收入企稳，居民消费信心和意愿逐步好转。
- 但根据我们复盘其他国家疫后复苏经验，上半年出现报复性消费概率较低，Q2社零增速预计难以突破10%。从1-2月数据拉看，居民消费依然以内生修复为主，1-2月社零环比季调后仅0.3%左右，仍未恢复到疫情不严重时的0.4%，更低于疫情前0.7%。

居民就业与收入预期仍偏低，修复尚需时日



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

2022Q2社零基数低，2023Q2增速有望达到8.2%



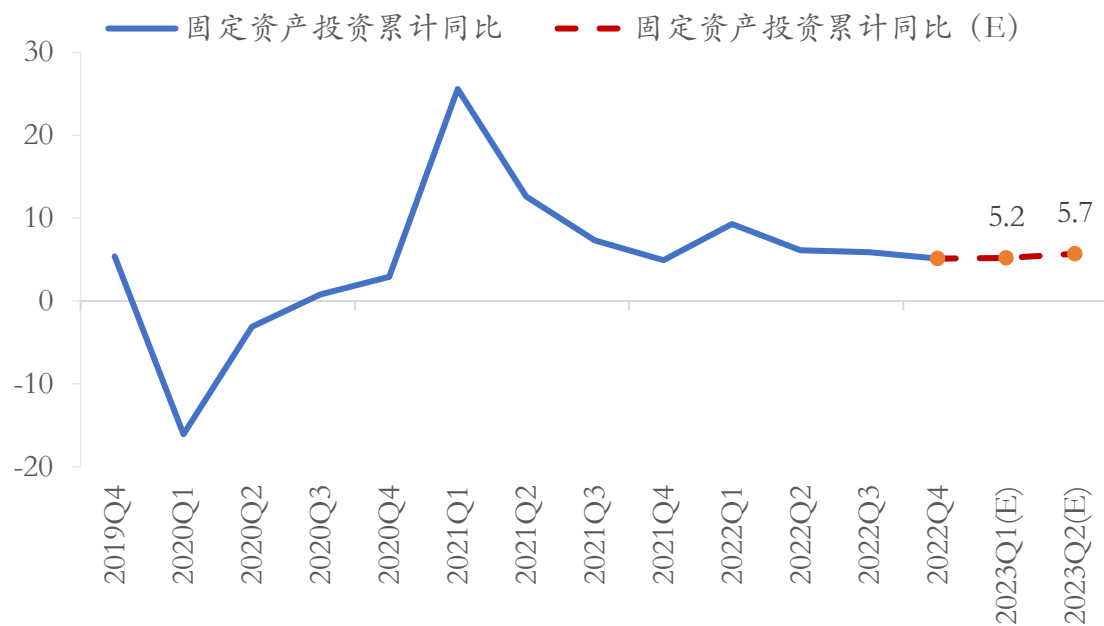
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 投资：延续稳增长压舱石，制造业投资与基建继续发力

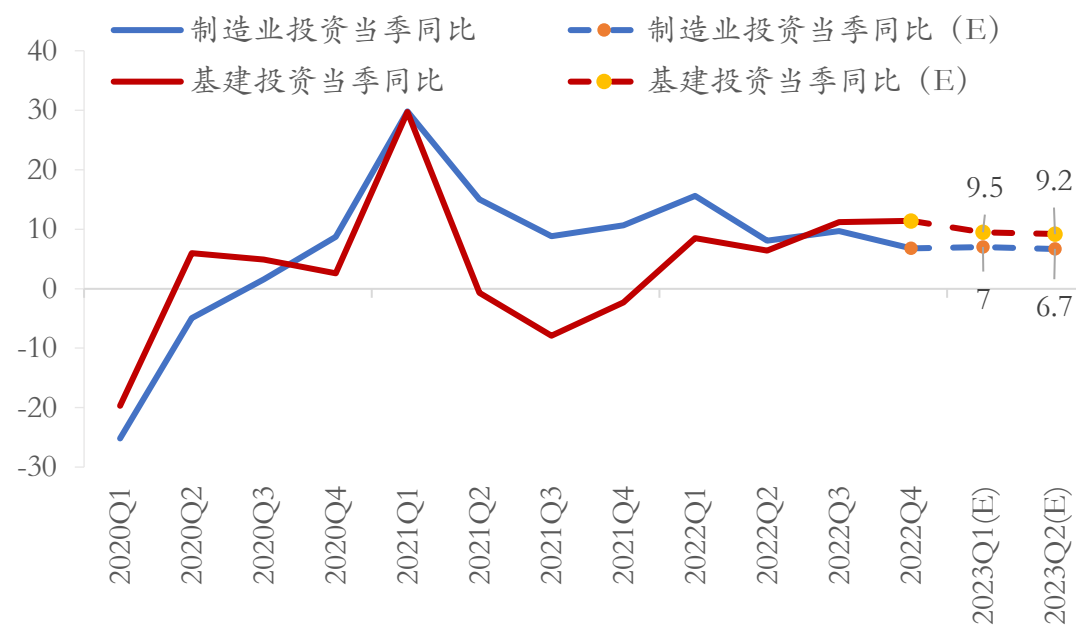
- **投资端延续稳增长压舱石作用。**地产下行压力依然明显，但制造业投资和基建仍能维持较高增速对冲，Q1固定资产投资有望维持在5.1%左右。其中，制造业投资增速达7%左右，基建投资增速9.5%左右，房地产开发投资同比-4.8%左右。**Q2固投增速有望达到5.7%：**虽然出口与PPI下行压力拖累制造业投资，但设备更新再贷款、经济向好预期等支撑制造业投资增速维持6.7%；春节后重大项目加速推进，基建投资增速9.2%左右；房地产仍以“渐进式”复苏为主，基数影响下，房地产开发投资同比降幅收窄达-3.8%左右。

固定资产投资增速维持在5%-5.5%区间



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

制造业投资与基建投资继续发力，推高固定资产投资增速



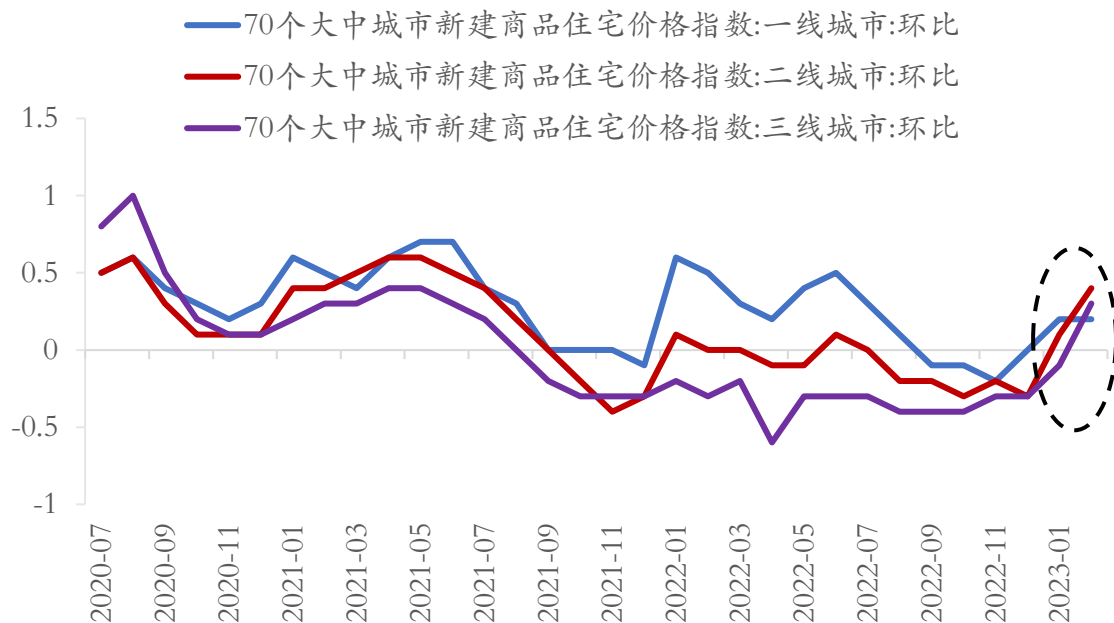
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 房地产：呈现出较多复苏的积极信号

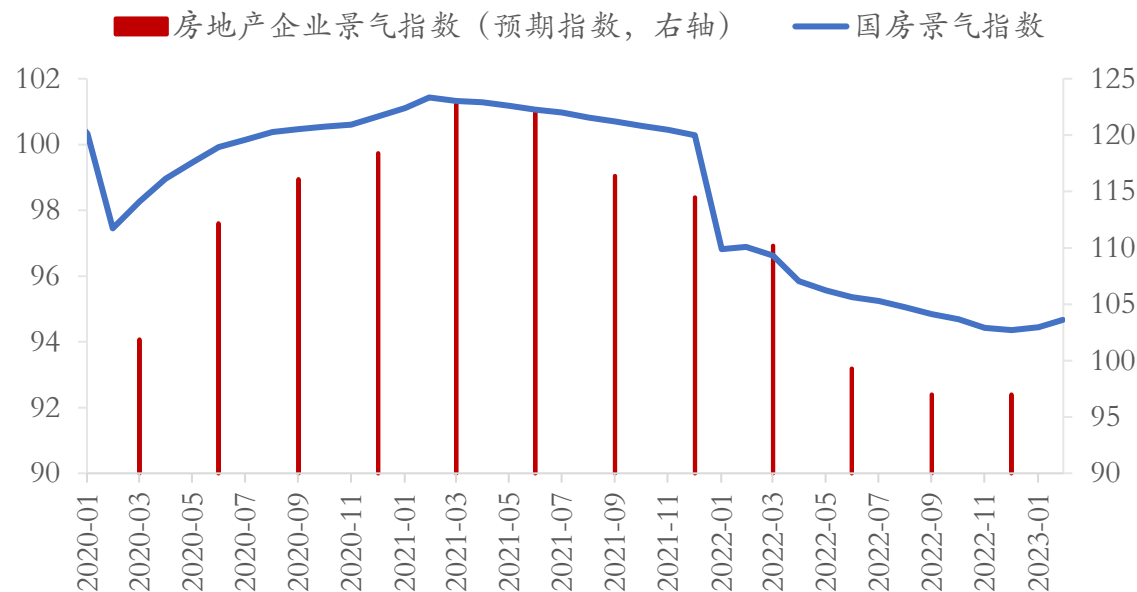
- 全国房地产市场呈现出较多复苏的积极信号。①2月份全国楼市交易行情出现积极信号。易居房地产研究院对全国60个重点城市新建商品住宅成交数据统计来看，2月份全国60个重点城市新建商品住宅成交面积为2005万平方米，环比增长47%，同比增长37%。作为楼市“风向标”的一线城市二手房成交表现较为亮眼。其中，深圳2月二手房成交套数达2942套，是2021年7月以来的最好水平，同比大幅增加184.53%；北京2月二手房成交套数1.5万套，价格环比上涨0.9%；上海2月二手房成交套数达1.8万套。②土拍市场热度明显回暖。根据中指研究院数据，截至2月22日，84个城市出让住宅用地，成交宅地272宗合计成交规划建筑面积约2320万平方米，土地出让金268.7亿元人民币，平均溢价率达5.28%（去年同期仅3%）。84个城市中，有20个城市住宅用地成交平均溢价率超过5%，其中11个城市宅地成交平均溢价率超过10%。

### 1-2月全国一二三线城市房价齐涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 房地产企业景气指数与国房景气指数有所企稳



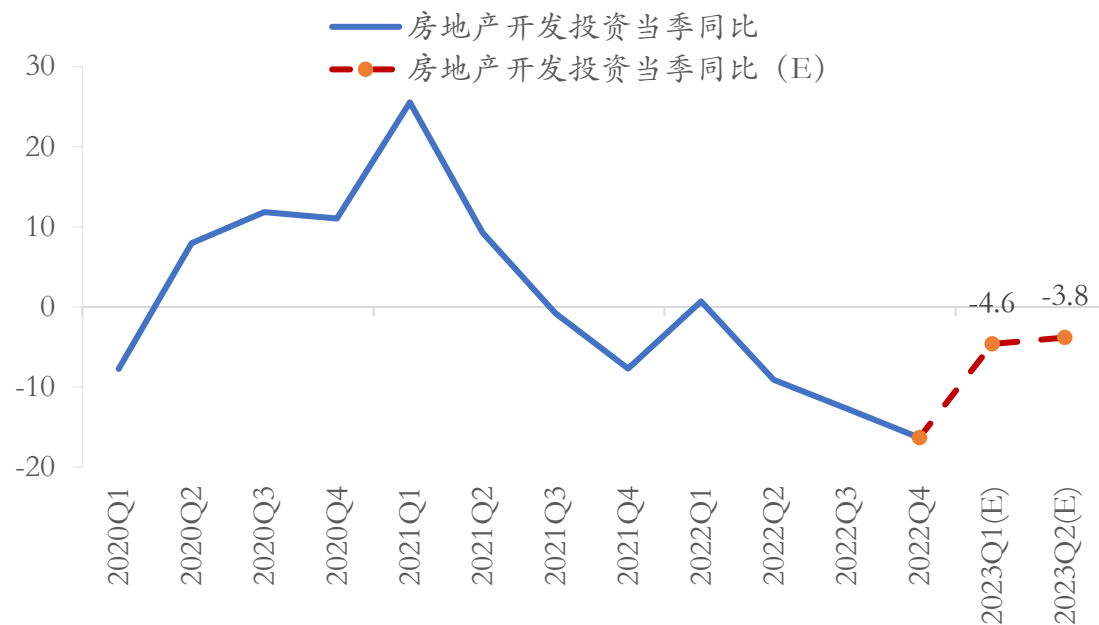
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点



## 房地产：预计仍以“渐进式”复苏为主

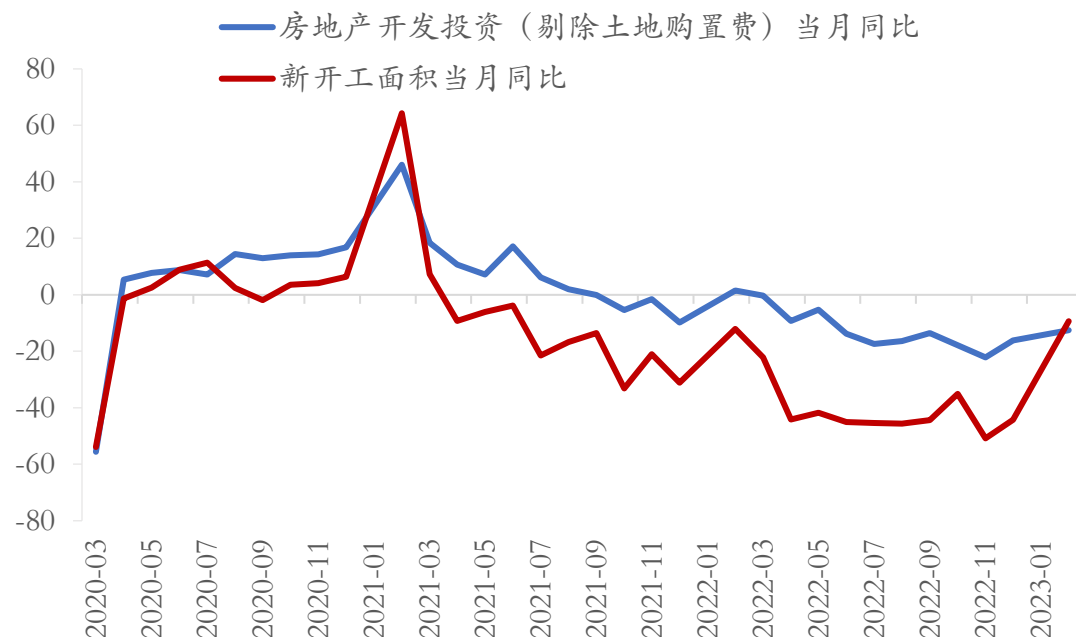
- 预计仍以“渐进式”复苏为主。①当前地产数据好转不宜过度乐观。购房需求高涨是来自前期疫情达峰、春节假期等多重原因带来的积压需求得到阶段性释放，还是居民部门购房信心彻底好转，还需要密切关注。随着集中供地模式的优化，各地为了吸引房企参与投资纷纷加大优质地块供应，是本轮土拍回暖的重要原因。②居民部门购房信心依然偏弱。一方面，虽然防疫放开后全社会对经济复苏信心大幅度增强，但传导到居民部门对于收入、就业信心，进而再传导至居民部门购房意愿仍需要时间。③地产政策以托底为主，不会出台全国性刺激政策。如，首套住房贷款利率政策动态调整机制中就对放宽房贷利率下限规定了相关条件；一线城市整体调控刚性仍在，“两会”后首付比例、限购等核心调控举措尚未见到松绑迹象。

预计上半年在基数影响下，房地产开发投资降幅继续收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

剔除土地购置费后，房地产开发投资增速仍在-12.5%左右



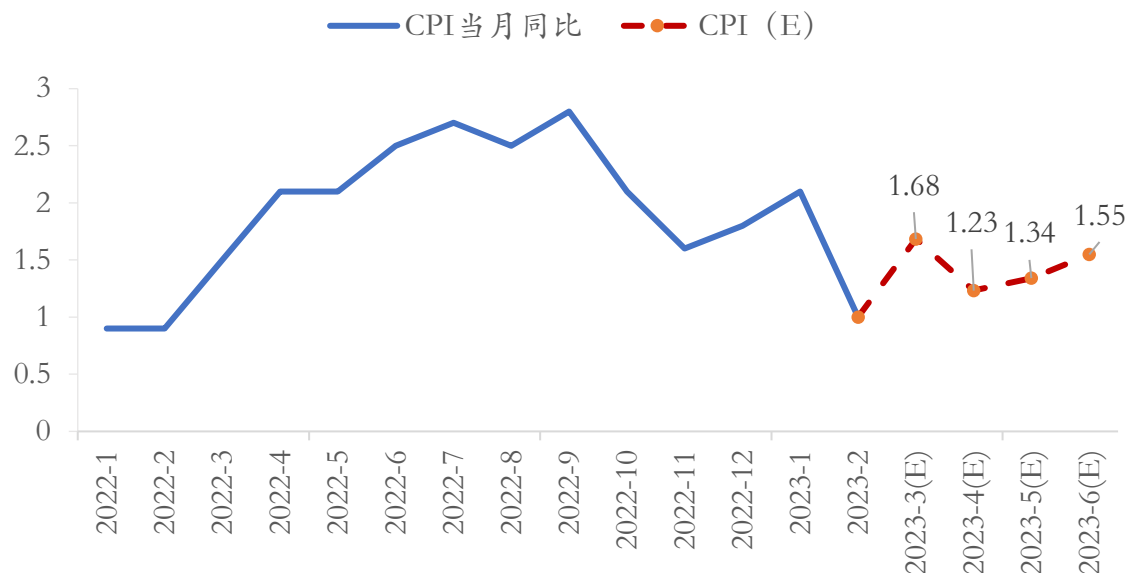
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 通胀风险解除：劳动力供应充足服务价格难快速上行、食品价格处于低位

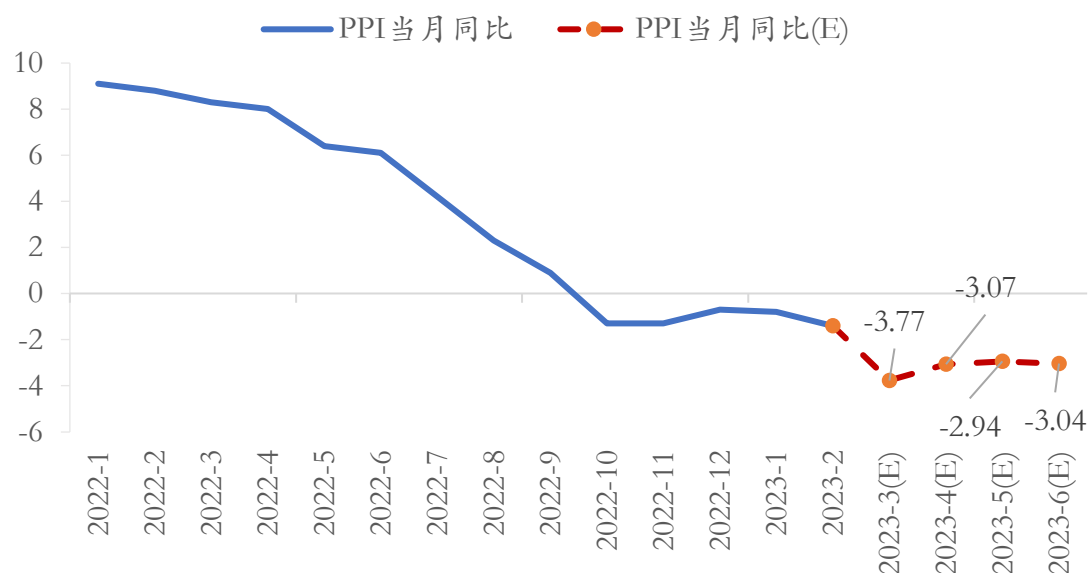
- **CPI恐维持在1.5%左右。**仅公务差旅火爆难以推动CPI进一步上行。①根据我国疫情前后的服务类CPI与调查失业率之间的菲利普斯曲线来看，服务类CPI同比要回归2%左右的疫情前中枢水平，需要调查失业率降低到5%附近，而1-2月失业率为5.6%，服务类CPI将继续维持低位。②近期猪肉价格维持低位、反弹乏力，运输成本下降导致鲜菜等食品价格同比下降。
- **高基数下，PPI预计上半年同比仍为负。**美联储加息节奏放缓，原油价格维持在80美元/桶，大宗商品价格预计以震荡为主。但去年3月美联储首轮加息前后全球大宗商品价格阶段性见顶，较高基数下预计Q2的PPI同比仍为负。

CPI不会大幅上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

高基数下，预计Q2的PPI同比仍为负



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 流动性：总量稳步抬升，价格保持稳定，整体充裕无忧

### 宏观流动性：充裕无忧

#### 货币政策

合理充裕时间再延长，总量流动性稳步抬升，利率稳定，降准、降息概率低

#### MLF操作

二季度MLF到期压力小，5年期LPR压降存可能

#### 长、短利率

长端向上，上限预计3.05%；短端围绕政策中枢震荡，较一季度略抬升

#### 其它扰动

美货币收紧放缓将降低资金回笼美国趋势，通胀压力小，两者对国内货币政策抑制低。

### 微观流动性：增量资金向好概率大

#### 基金发行

春节后发行增多

市场性价比凸显，后续有望维持高位

#### ETF申购

资金持续净流入

预计维持净流入

#### 基金仓位

机构仓位已反弹

市场情绪回暖，预计后续延续上升

#### 北上资金

已转为小幅净流入

预计二季度总体积极流入

### 货币动态

2023.03.17

#### 下调存款准备金率

央行自2023年3月27日起，下调金融机构存款准备金率**0.25个百分点**，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%

2023.03.03

#### “权威部门话开局”

保持实际利率的合适水平，适当降低融资成本。统筹短期和长期，强化跨周期调控和逆周期调节，坚持正常的货币政策，**保持正利率和向上的收益率曲线**，不大水漫灌、不大收大放。

2023.02.24

#### Q4货币政策执行报告：

延续中央经济工作会议“精准有力”要求。新增“着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持”、“**引导市场利率围绕政策利率波动**”。“支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，**增强信贷总量增长的稳定性和持续性**”

2023.02.16

#### 印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》：

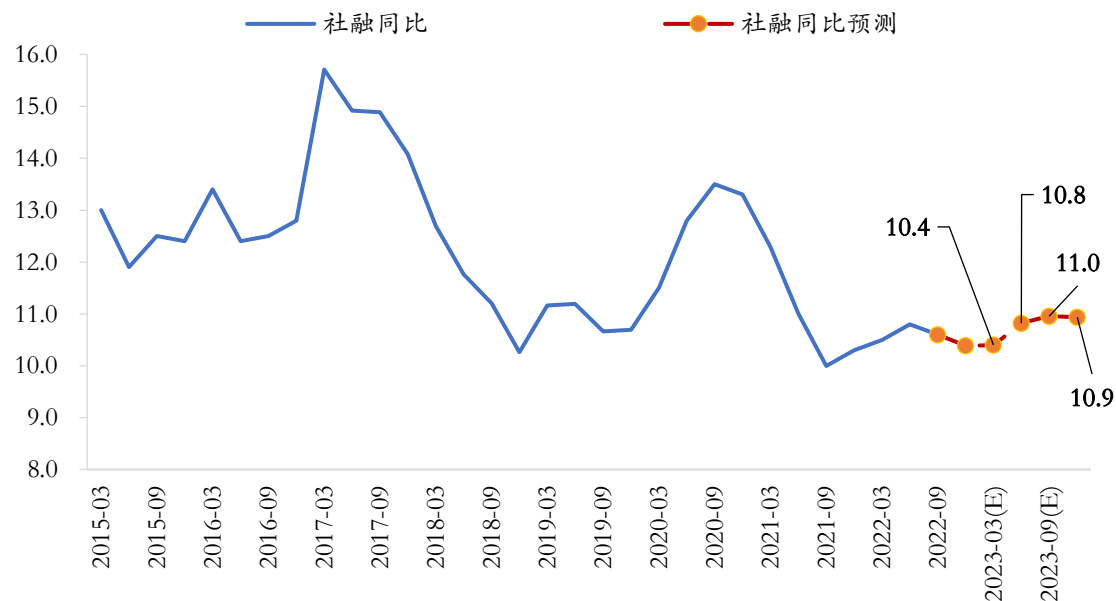
发挥结构性货币政策工具引导作用和债券市场融资支持作用。**交通物流专项再贷款延续实施至2023年6月底**，将道路货物专用运输经营者、道路大型物件运输经营者、道路危险货物运输企业、道路货物运输站场经营者、中小微物流仓储企业纳入支持范围。



## 宏观流动性：信贷对社融推动力持续，MLF超额续作或延续

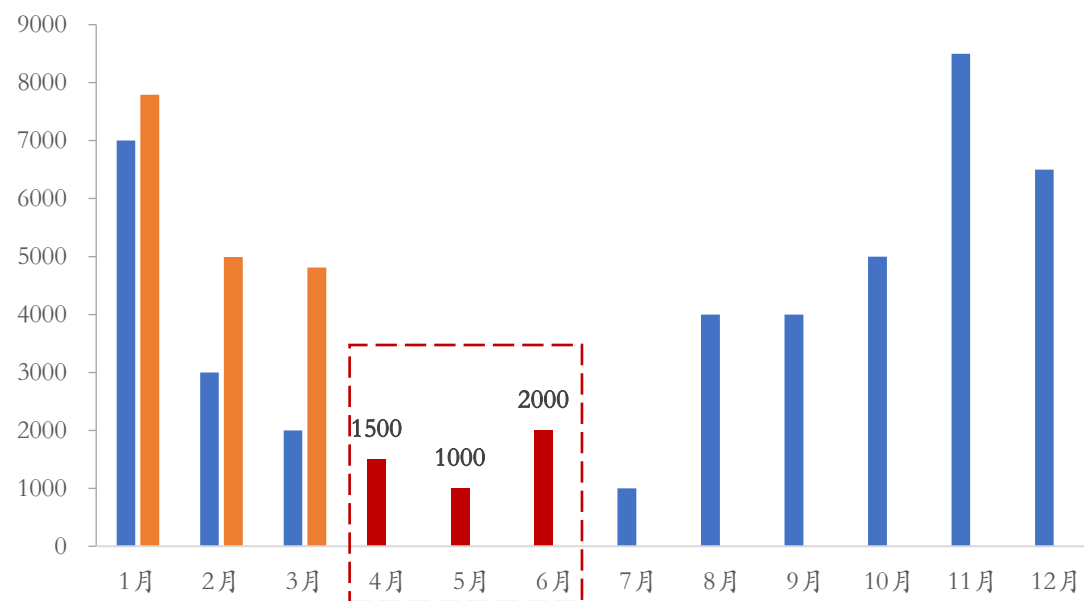
- ▶ 信贷对社融推动力持续，社融高点预计出现在三季度。一季度信贷“开门红”特征明显、2月信贷总量创历年新高，1、2月信贷及政府债券是社融拉动主力，两者占社融增量近九成。预计今年上半年信贷对社融的支撑动力仍强，货币需求增长预计将高于经济增速。
- ▶ 二季度央行或延续MLF超额续作操作：①通过超额续作MLF补充中长期资金概率较大，且能保持向上收益率曲线。一是2022年12月以来，央行每月均超额续作MLF，用以投放中长期资金，二季度延续超额续作的概率较大；二是MLF利率（2.75%）高于存款准备金利率（1.62%）及超额存款准备金利率（0.35%），“保持正利率和向上的收益率曲线”要求下MLF超额续作选择更优。②降准置换MLF概率较小。一是3月超预期降准后，2023年二季度再次降准的概率降低；二是4-6月MLF到期分别为1500亿、1000亿和2000亿，总体到期规模较小，降准置换MLF的概率较小。

社融高点预计出现在三季度



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

二季度MLF到期压力较一季度更小



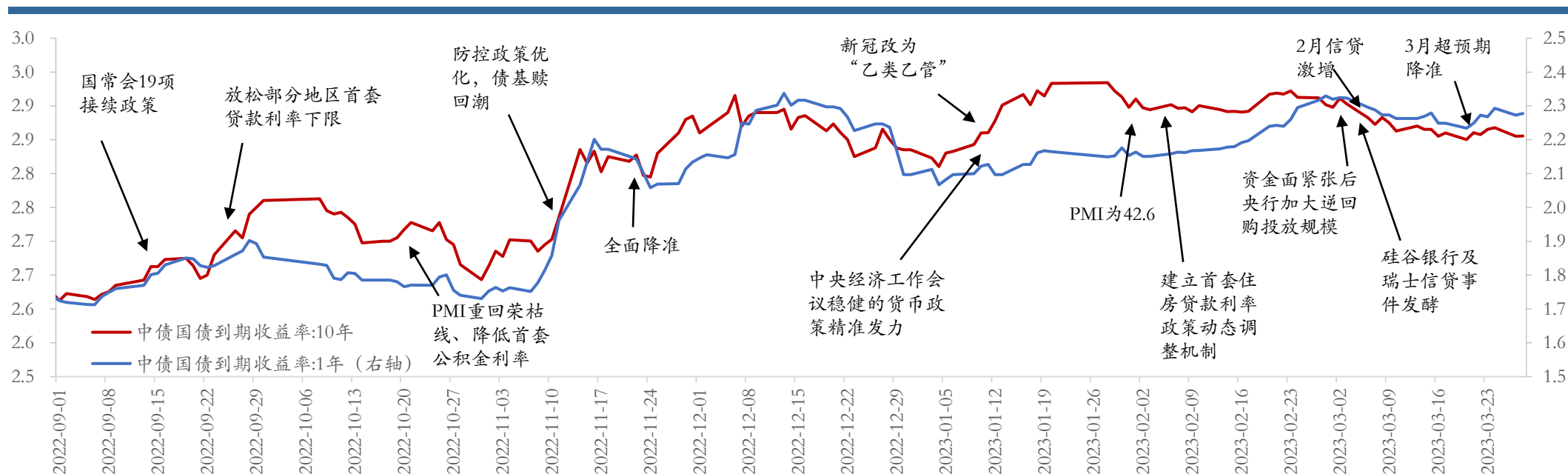
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元



## 宏观流动性：长端利率对利空敏感，增长对长端利率的支撑增强

- ▶ 长端利率对利多钝化、对利空敏感，二季度预计在2.85%-3.05%范围波动。
- ▶ ①二季度经济增速回暖，对长端利率向上支撑增强。二季度GDP当季同比预计回升至8%，经济复苏逐步证实，基本面对长端利率的支撑增强。②债市面临“紧预期”与“松现实”，但情绪已转为防守。债市投资者一季度普遍采取防守策略，降低杠杆并调换至高流动性标的。此外3月超预期降准后，长端利率下行幅度较小，进一步证实债市投资者对“利多”钝化、对“利空”敏感。

长端利率逐步对利多钝化、对利空敏感，预计二季度波动范围2.85%-3.05%

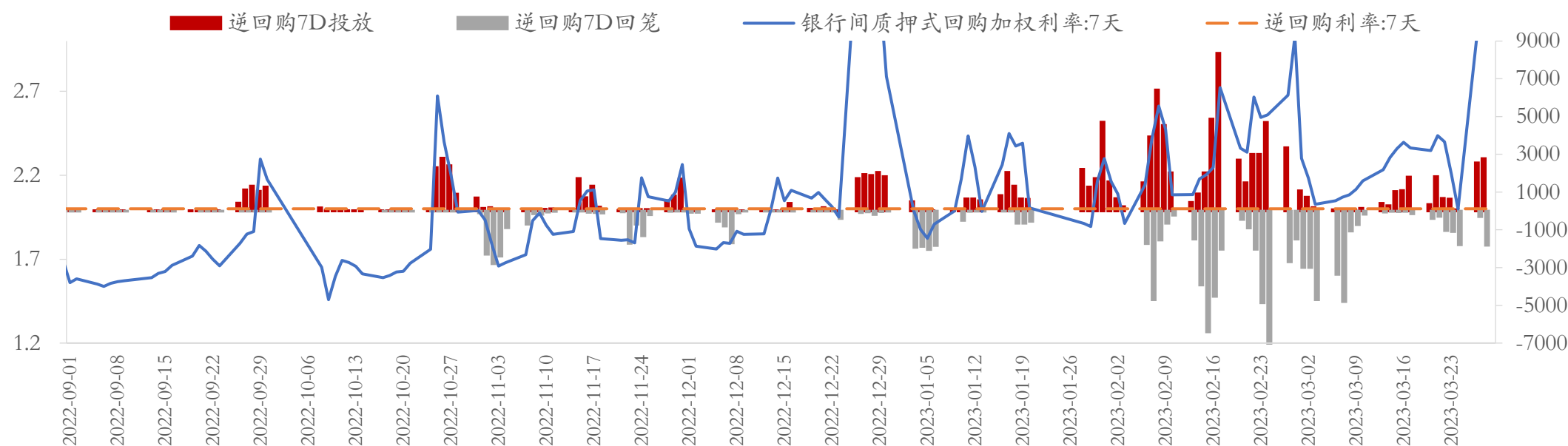




## 宏观流动性：短端资金围绕政策利率中枢震荡，较一季度略有抬升

- ▶ 短端资金利率围绕政策利率波动，总体较一季度略偏上。
- ▶ ①流动性合理充裕。2022Q4货执报告“保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长”，两会“货币政策仍有必要发力，着力支持实体经济，保持流动性合理充裕，保证实际利率的水平处于合理空间”，均表明合理充裕状态迎来再续航，预计上半年资金充裕无忧；②价格波动大时迅速增加逆回购投放，证实央行在资金缺口增大时将呵护利率价格。2023年一季度央行通过逆回购熨平资金波动操作较为频繁。2月增大逆回购投放量，补充信贷投放旺盛引致的银行资金缺口；3月中旬预防式加大投放量，防止海外流动性风险对国内的影响进一步扩散。预计央行于二季度仍将延续呵护短期资金价格的行为，短端资金利率围绕政策利率波动，总体中枢较一季度略有抬升。

资金价格波动增大时，央行均及时给予逆回购投放熨平波动





## 微观流动性：北上资金后续预计延续净流入

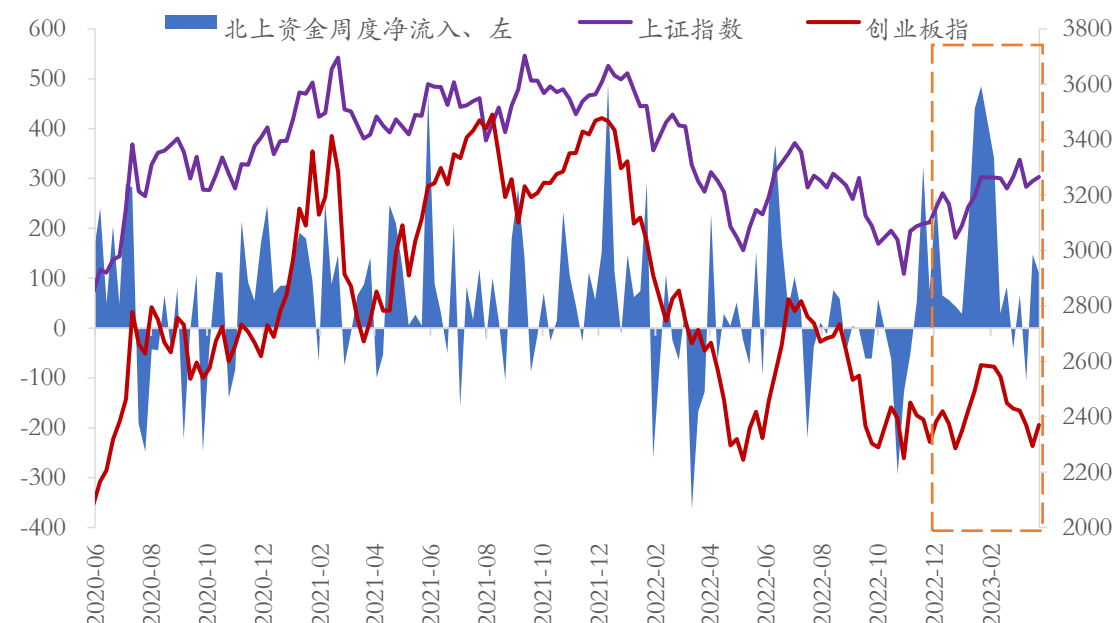
- 当下市场预期美联储最早于四季度初降息，货币紧缩节奏大幅放缓。3月议息会议最新点阵图显示2023年利率区间在4.75%-6.00%，其中大部分预期在5.00%-5.25%间；此外观测数据显示市场已预期当前4.75%-5.00%是本轮加息终点、且美联储或最早于9月议息会议降息。当下市场对于美货币紧缩的预期较2月大幅缓解，资金回笼美国趋势暂缓，新兴资本吸引力上升。
- 北上资金开年后大幅积极流入，美债震荡下行对北上资金流入形成支撑，预计北上仍将积极流入。2023年开年后随着美债利率由上行变为震荡后，北上资金大幅流入A股，一季度净流入近1800亿元、远高于历史水平。预计北上资金在美债震荡下行大趋势下，仍将维持净流入，对A股配置的意愿增加。

### 美债回落后资本回笼美国趋势渐歇，其余市场吸引力上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、指数点。

### 开年以来北上资金配置A股的意愿快速上升



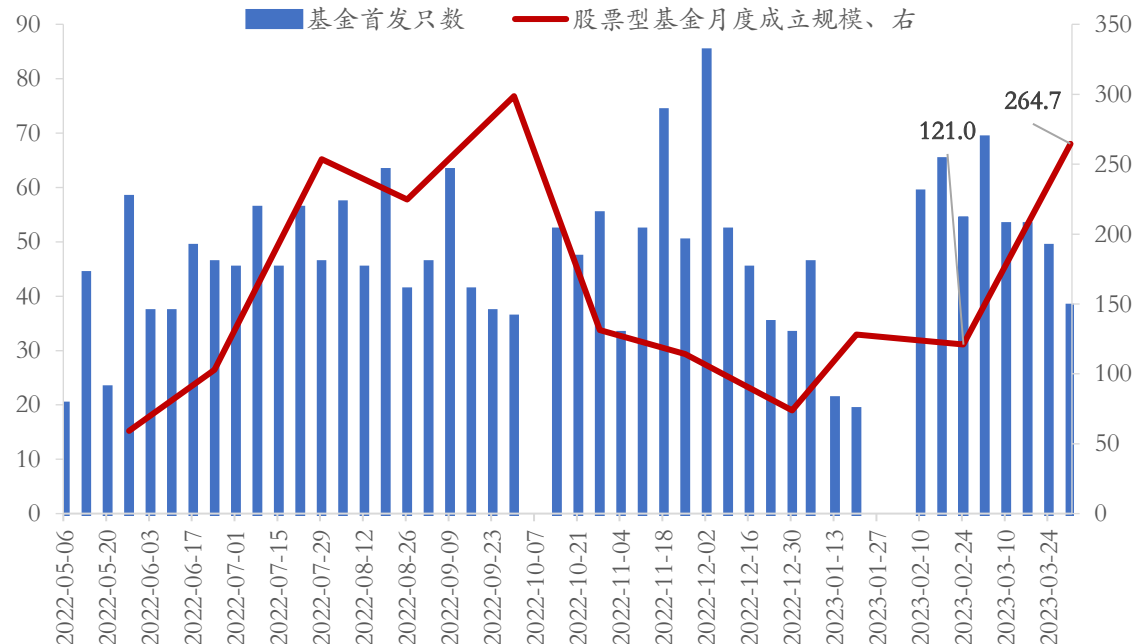
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、指数点。



## 微观流动性：基金首发只数、规模改善，增量资金态度积极

- 基金首发只数春节后增多、股票型基金成立规模上升，增量资金态度积极。
- 机构：存量资金中基金配置仓位估算指标2023年开年后持续上升、3月下旬再次迎来反弹，当前位于一年内中枢偏上水平；增量资金中周度首发基金只数春节后增多，发行只数绝大部分维持50-65只，处于较高水平；此外股票型基金月度成立规模上升，3月达到264.7亿元，与2022年9月规模基本持平，增量资金涌入态度积极。
- 散户：ETF资金自2月以来维持积极净流入。

基金首发只数春节后增加，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

基金估算仓位3月下旬反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 外部：2023年美联储三种政策路径预演

- 根据我们在专题报告《美联储的底牌——论2023年的加息与降息》（2023-2-13）指出2023年美联储政策大概率为以下三种路径之一：①**中性情景**：将政策利率上限提升至5%，表态在2024年初降息或在年底降息25BP；②**鹰派情景**：将政策利率上限提升至5.25%，维持至年底并且年内不对降息进行表态；③**鸽派情景**：2023年超常规降息，即早于四季度降息或单次降息幅度超出25BP。美联储政策路径为①概率更大、②次之。
- 对于A股而言，①&②情境下不会产生明显冲击，但需警惕情景③。前期市场对情景①已充分预期，而在美最新就业数据强劲下市场已对情景②开始计价，因而美联储政策按照①&②演绎预计对A股不会形成抑制。然而，情景③不意味着对A股有强支撑，超预期降息往往意味着美国经济出现较大风险，美股熊市风险大增，届时可能对A股风险偏好形成显著抑制。

### 美联储2023年三种政策路径预演

|               | ②鹰派情景        | ①中性情景           | ③鸽派情景             |
|---------------|--------------|-----------------|-------------------|
| 加息终点          | 5.25%或5%（上限） | 5%（上限）          | 5%或4.75%（上限）      |
| 降息时点          | 2024年年中及以后   | 2024年初（或2023年底） | 最早于2023年Q4进行超常规降息 |
| 经济基本面         | 就业强劲         | 失业率小幅提升，通胀稳健下行  | 进入衰退，GDP快速下降      |
| 美债            | 震荡上行后回落      | 缓慢回落，四季度或回落加快   | 快速下行              |
| 美股            | 三大指数缓慢回升     | 美股回升，年底纳指反弹加大   | 美股熊市风险大增          |
| A股            | A股风险偏好不会形成抑制 |                 | 会对A股风险偏好形成抑制      |
| 市场计价较为充分，风险较小 |              |                 |                   |

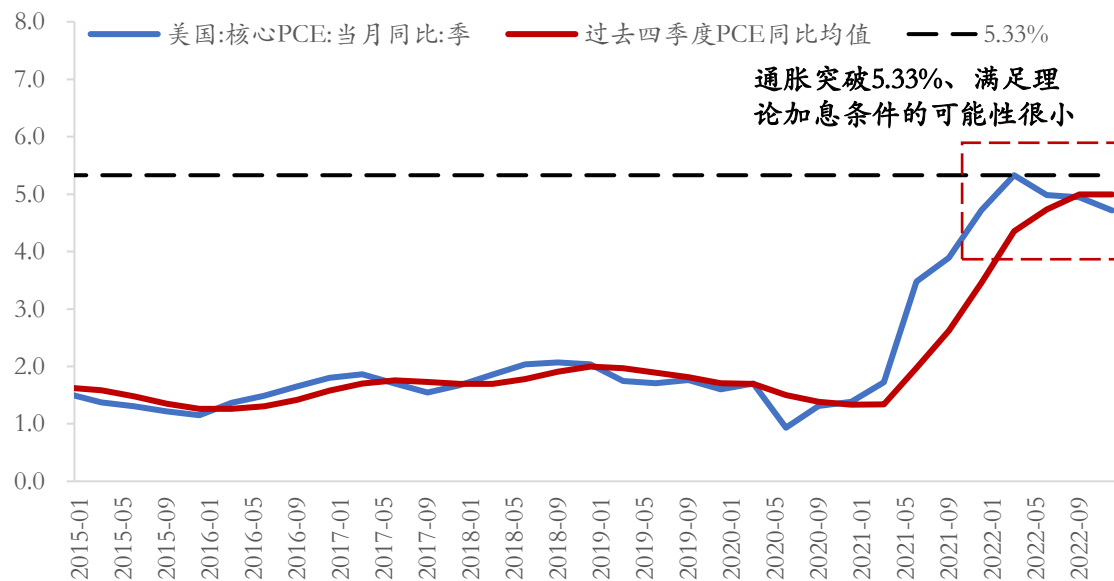
来源：华安证券研究所整理



## 加息不破5%概率仍可作为中性假设：克拉里达规则下，通胀需高于5.33%

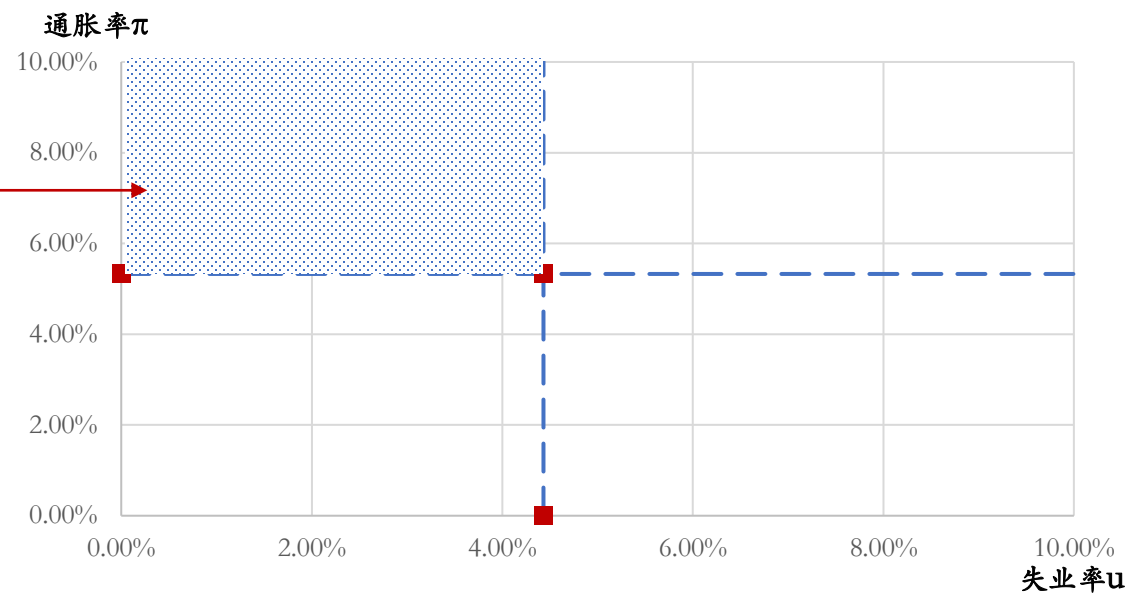
- ▶ 克拉里达规则下，理论加息需要失业率小于4.43%、通胀达到5.33%以上。近期美国就业数据超预期强劲，市场对美联储加息顶点的博弈再起。若3月加息至4.75%-5.00%后，根据克拉里达规则满足加息条件的测算，理论利率较前一期涨幅达到25BP及以上（即满足理论加息条件）的条件是需要失业率小于自然失业率4.43%（美国国会预算办公室2023年自然失业率理论值），通胀（过去四季度核心PCE平均值）高于5.33%。
- ▶ 当前美国经济数据能够满足理论加息条件的概率较小。2015年以来核心PCE季度均值未曾达到过5.33%以上，而当前美国通胀数据已逐步回落，未来满足“通胀率高于5.33%”的理论加息条件的概率较小。

2015年以来过去四季度核心PCE平均值未超过5.33%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

理论指引利率显示美联储需加息条件（蓝色阴影区）



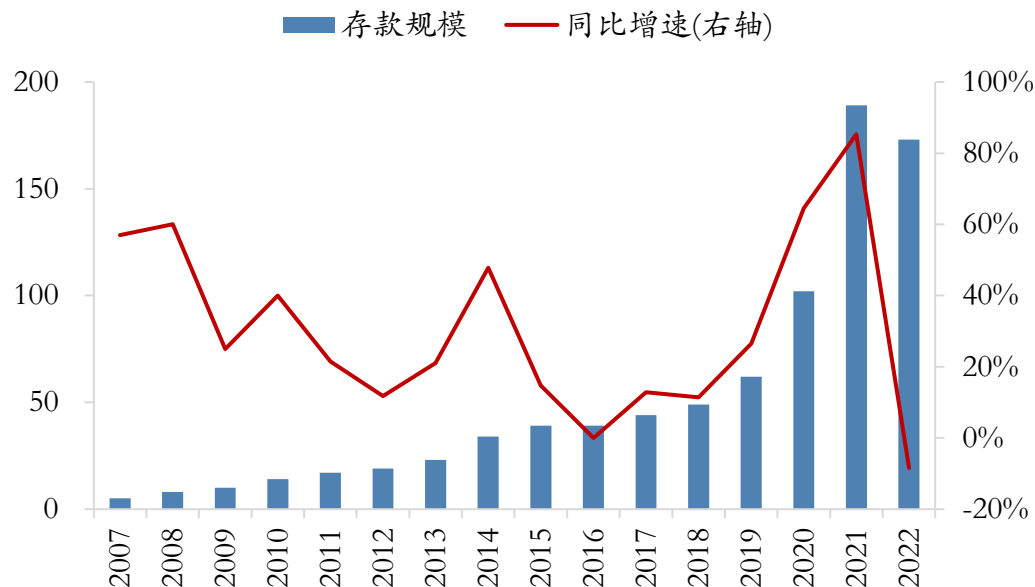
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：以上基于5%政策利率上限测算。



## 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

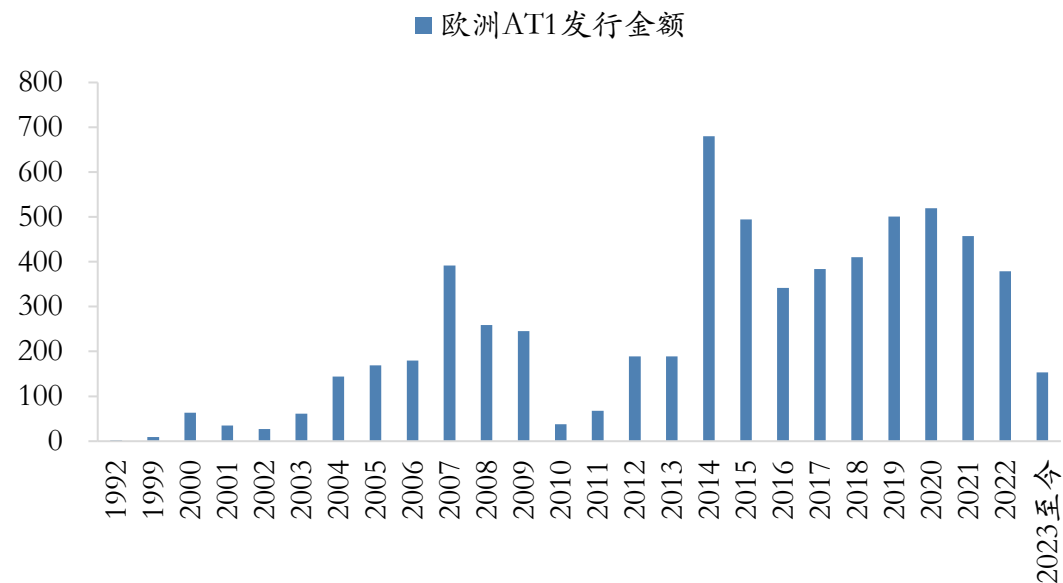
- 美联储激进加息导致资产端受损和负债端赎回，最终引发硅谷银行破产。利率上行导致银行大额浮亏，以硅谷银行为例。其资产购买集中在2020-2021年低息期间，伴随美联储2022年的快速加息，如果将1000亿以HTM计量的MBS未实现损失高达175亿美元。同时，美联储加息影响初创企业现金流，硅谷银行存款流出，浮亏变现，加剧银行业现金流问题。
- 瑞信破产影响更重，未来或有余波。在瑞银收购瑞信的过程中瑞士央行向瑞银及瑞信提供合计1000亿瑞郎流动资金，触发了172亿美元瑞信AT1债券的清零条款。在破产清算程序中，债券的偿付优先级通常高于股本，但AT1特殊的条款设置却使得债权人在银行倒闭清算时成为了最为脆弱的一方，由此引发债券投资者的恐慌。欧洲目前有2750 亿美元存量 AT1 债券，瑞信AT1债券清零对其他AT1债券持有者的信心打击较大。

### 加息影响下硅谷银行存款在2022年加速流出



资料来源：SVB，华安证券研究所。单位：十亿美元、%。

### 欧洲AT1债券规模较大



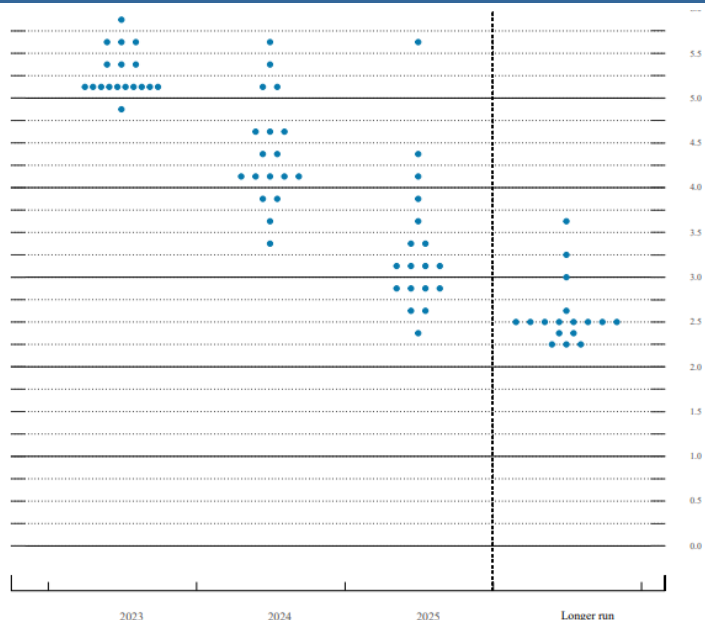
资料来源：彭博，华安证券研究所。单位：亿美元。注：数据截至3月20日。



## 上半年大概率结束加息周期，关注点转向美联储何时降息

- **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。
- **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。并且，美联储主席鲍威尔对于年内降息态度持否定态度。我们认为，年内降息概率降低。

点阵图显示2023年美联储目标区间在5%-5.25%



资料来源：美联储SEP，华安证券研究所。单位：%

市场对年内降息预期较此前明显减弱

|             | 12月13日 | 11月1日  | 9月20日  | 7月26日  | 6月14日  | 5月3日   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 3.75%-4.00% | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.00%-4.25% | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.25%-4.50% | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.50%-4.75% | 0.60%  | 2.80%  | 7.40%  | 53.10% | -      | -      |
| 4.75%-5.00% | 7.50%  | 23.80% | 51.10% | 38.50% | 58.40% | 83.20% |
| 5.00%-5.25% | 28.50% | 44.80% | 34.30% | 7.90%  | 36.60% | 16.80% |
| 5.25%-5.50% | 40.10% | 24.00% | 6.80%  | 0.50%  | 5.00%  | -      |
| 5.50%-5.75% | 19.60% | 4.40%  | 0.40%  | -      | -      | -      |
| 5.75%-6%    | 3.50%  | 0.20%  | -      | -      | -      | -      |

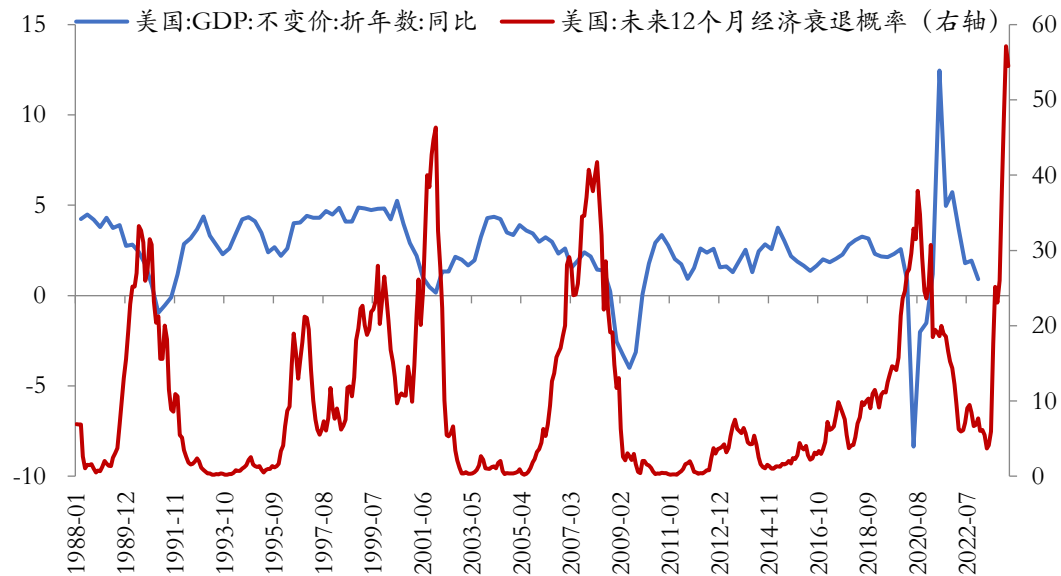
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。注：数据截至2023年3月27日。



## 外部：美国经济仍存“浅衰退”风险

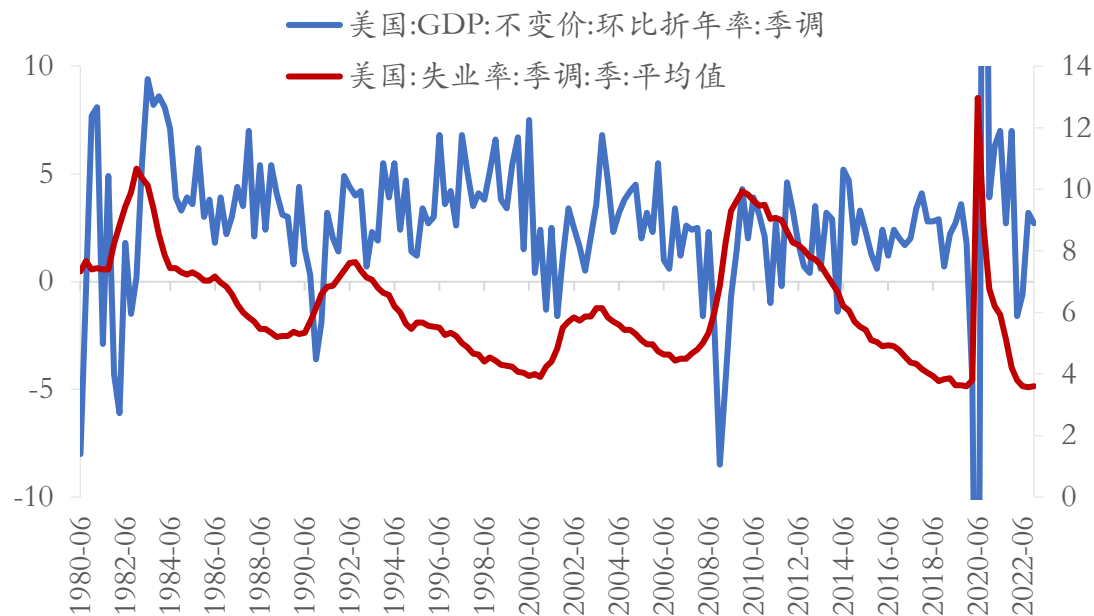
- ▶ 美国经济“浅衰退”风险仍需关注。一方面，从历史上看，美国经济增速回落需要失业率明显抬升。而2023年Q1美国非农失业率仍处于低位3.4%，劳动力市场数据依旧向好，美国经济“软着陆”概率大增。另一方面，美联储有意实现“更高利率、更长时间”，根据纽约联储模型测算的美国未来12个月经济衰退概率大幅攀升，衰退风险仍不容忽视。我们认为，以“浅衰退”为代价解决通胀问题是大概率事件，但仍需密切关注是否会影响美联储货币政策路径。

### 美国经济衰退风险仍不容忽视



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

### 劳动力市场数据依旧向好，失业率处于低位



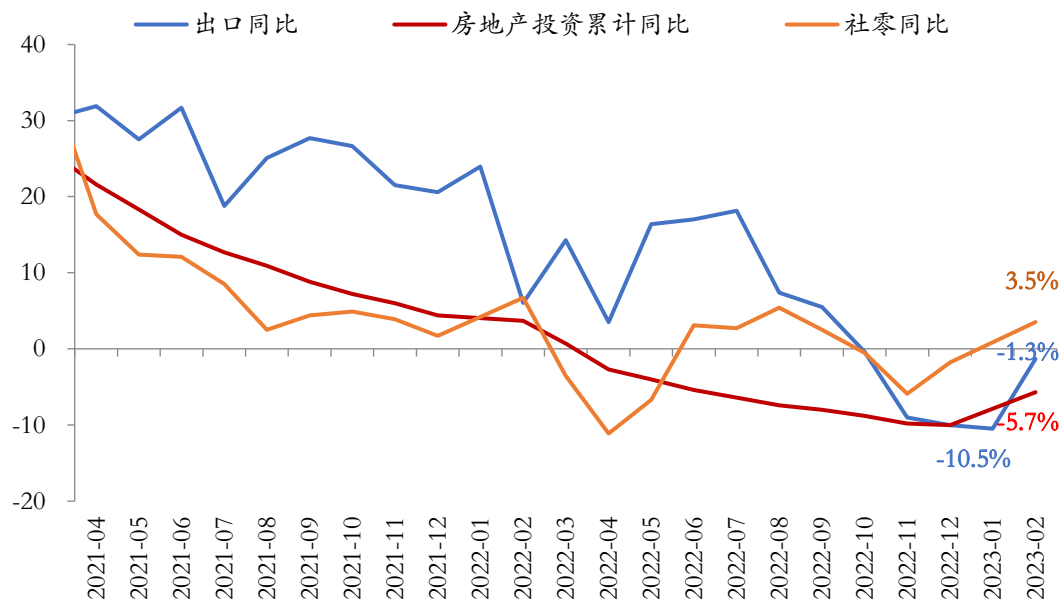
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%



## 内部：经济预期恰逢转换期，二季度增长有望超预期修复

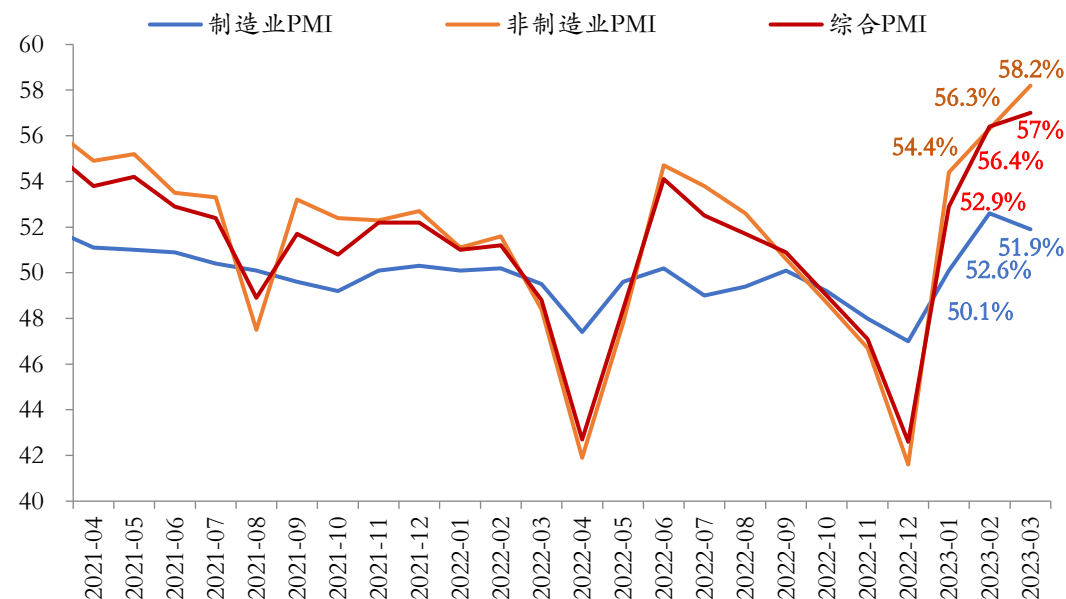
- ▶ 一季度期间，市场对经济增长预期低迷。尤其从春节后2月初开始，预期渐低，主要原因在于：一方面宏观数据弱势，包括社零、地产等数据低迷；另一方面除了货币供给和信用扩张外，别未出台强力的足以扭转市场预期的政策。
- ▶ 当前可能正值市场对经济预期的转换期。先行指标无论是制造业、非制造业还是综合PMI指数已经连续3个月出现荣枯线上的加速扩张之势，经济增长低迷的预期正在松动，有望继续朝着改善的方向变化。
- ▶ 二季度经济增长有可能超预期。根据我们测算，二季度有望实现8%增长，如果实现如此增速将是超乎市场预期的。后续需要跟踪4月中旬、五一假期等宏观数据的验证。

### 社零、出口、地产弱势导致一季度经济预期低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 先行指标PMI连续3个月在荣枯线上扩张



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%



## 内部：更多宏观政策有望落地，无需担忧边际转紧

- 一季度期间，市场对宏观政策的预期逐渐降低。实际上从2022年12月初中央政治局会议开始，再到12月中旬中央经济工作会议，再到3月上旬两会工作报告和新任总理答记者问上，决策层都不断传递出宏观政策不搞刺激计划和强化发力的信号，因此在整个一季度期间，市场对政策的期待一直在收敛，当前已经处于预期极低的状态。
- 预计一季度中央政治局会议定调整体维持中央经济工作会议要求，或略更积极。
  - 财政政策：有望维持加力提效要求，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。
  - 货币政策：继续强调精准有力，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。
  - 扩内需：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。
  - 地产：房住不炒总基调不变，明确底线思维，政策上继续适度宽松，更加强化推进新发展模式。
  - 产业政策：有望加快机构调整落地，同时加快加大对科技创新发展政策出台的速度和力度。如平台经济绿灯投资案例有望尽快出台，数字经济迎来更多的政策支持等。
- 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。



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

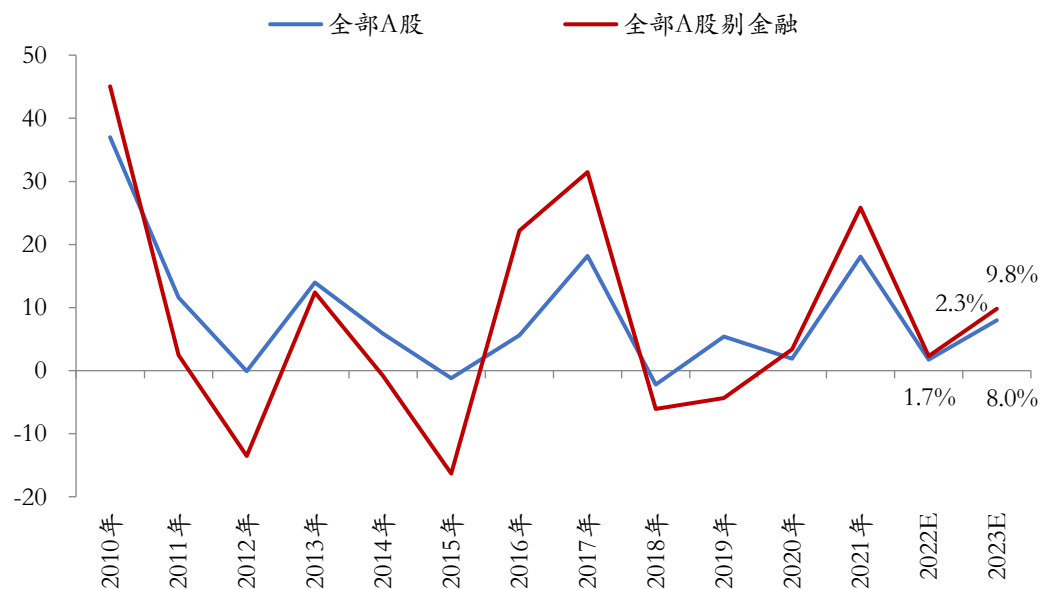
Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 盈利预测：2023年各上市板盈利增速都将显著改善

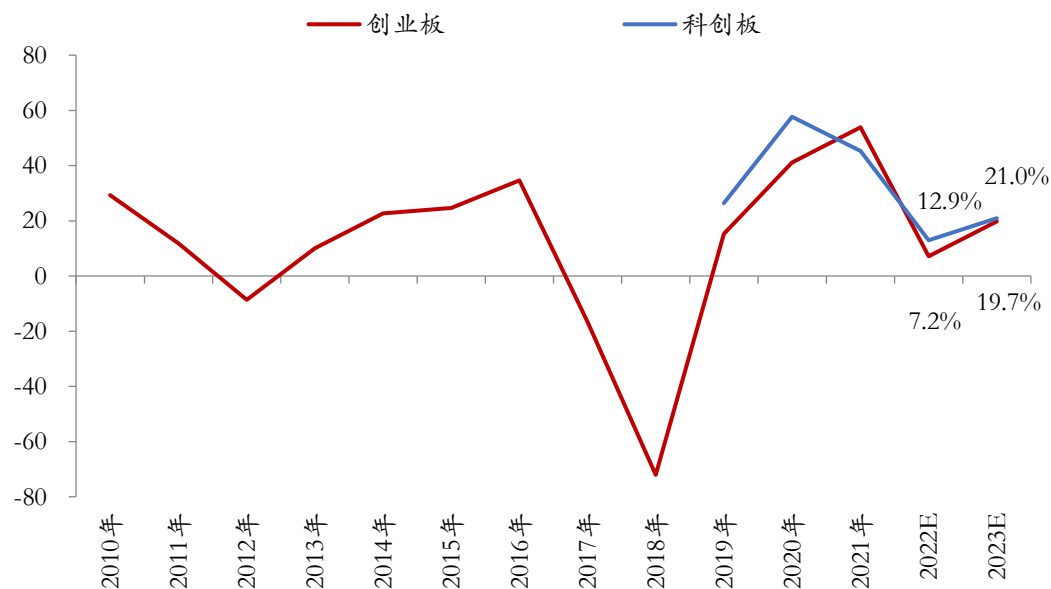
- 预计2023年各上市板盈利增速水平都将出现显著改善。盈利增速有望出现显著改善的最重要原因在于2023年经济增长将较2022年出现明显提升，我们预测2023年GDP增速有望达到5.5%。具体地：
  - 预计2023年全A盈利增速有望达8.0%，好于2022年的1.7%左右，整体在中等增速水平。
  - 预计2023年全A剔除金融盈利增速有望达9.8%，将明显好于2022年的2.3%左右。
  - 预计2023年创业板盈利增速将达到19.7%，较2022年的7.2%将出现明显改善，增速也将达到较高水平。
  - 预计2023年科创板盈利增长将达到21%，2022年预计为12.9%，在较高增速的基础上继续改善。

### 预计2023年全A和全A剔除金融的盈利增速将明显提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利润年同比增速：%

### 预计2023年创业板和科创板盈利增速也将明显改善



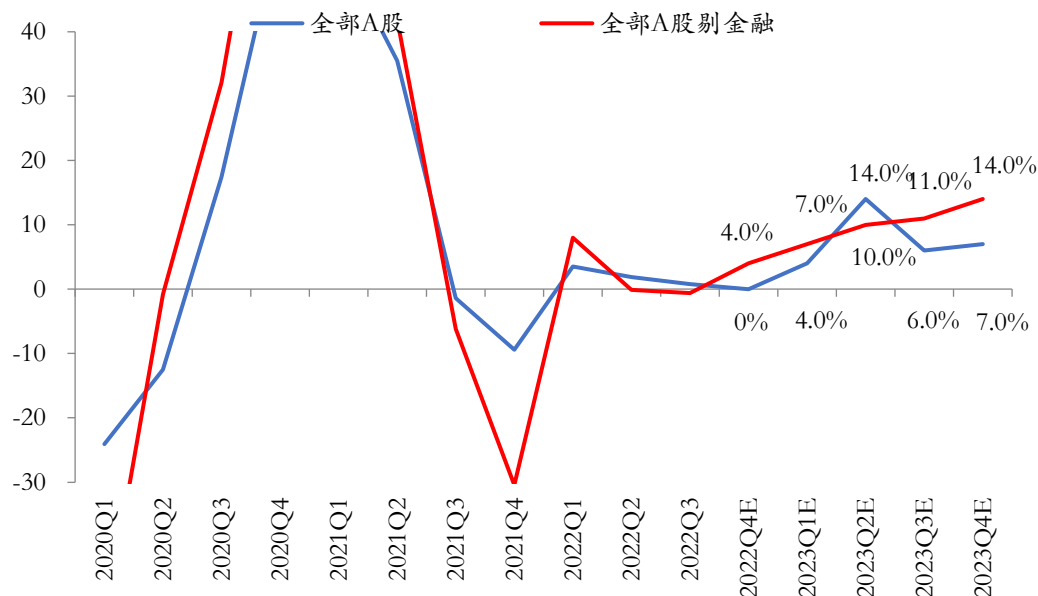
资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利润年同比增速：%



## 盈利预测：预计2023年季度间盈利增速水平有望逐季改善

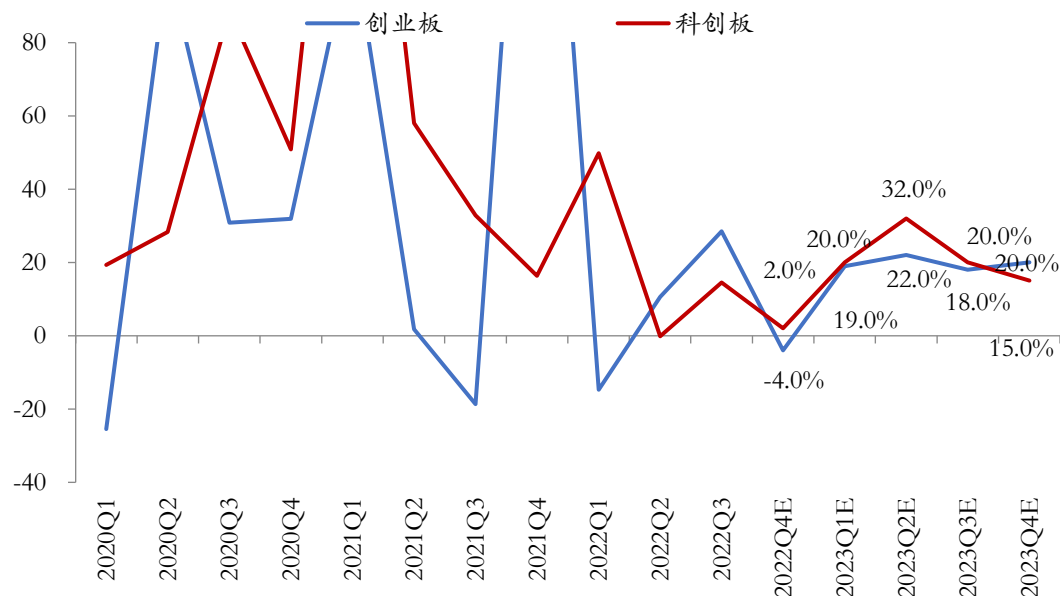
- 预计2023年各上市板盈利增速有望实现逐季改善。根据我们对四个季度经济增速4.5%、8%、4.7%、5.1%的假设，测算：
- 全A和全A剔金融的盈利增速水平全面有望保持整体改善之势。
- 创业板和科创板各季度盈利增速也将均维持在较高增速水平小幅波动。

预计全A和全A剔金融2023年盈利增速将逐季改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%

创业板和科创板盈利增速预计将整体维持在较高增长



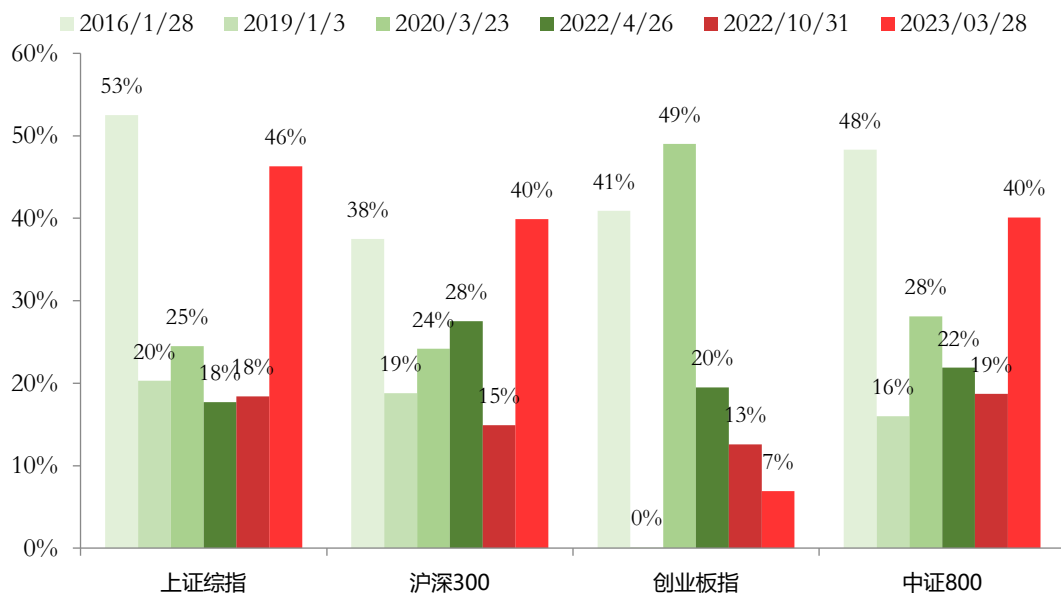
资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%



## 估值：主要指数估值分位修复至中枢，而创业板回落至显著低位

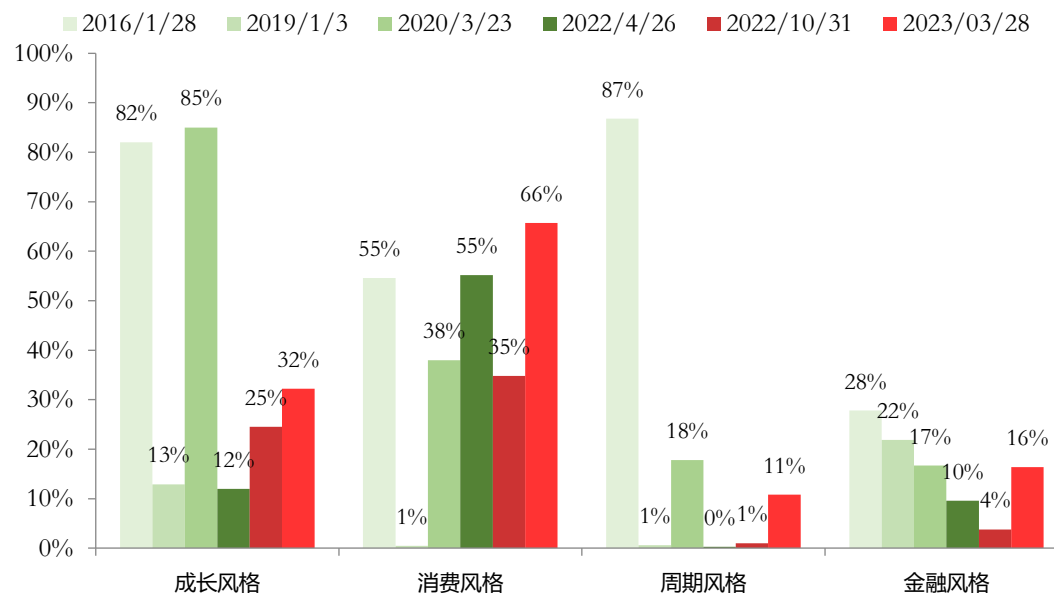
- 截至2023/03/28日，市场主要指数（创业板除外）估值分位数整体处于中枢附近，而创业板估值分位数处于低位或底部。
- 创业板估值分位数已到绝对低位水平，甚至低于过去数轮市场的阶段性底部位置。截至3/28日，创业板估值35.2X，位于历史7%左右的分位数水平，已经是显著低位，甚至比2022年4月底、2022年10月底时更低，当前仅高于2018年底。
- 其余主要市场指数估值分位数显著回升，目前正值中枢位置。相较2022年10月底的阶段性市场底，主要市场指数估值分位数均有显著回升，回升幅度在20%+，当前处于45%左右的中枢位置。
- 除消费风格外，其余风格估值分位数整体较低，甚至低于过去多次市场底。

除创业板，主要指数估值较2022/10/31底有一定修复



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位

各风格估值分位整体处于较低位置



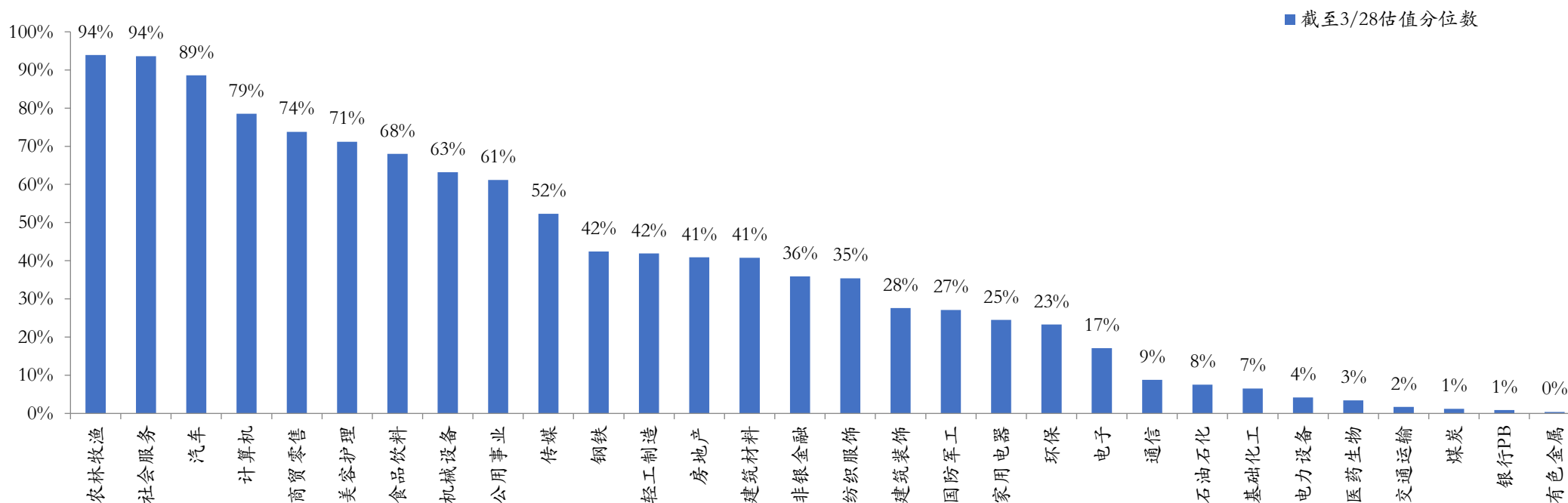
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



## 估值：行业间分化严重，消费普遍较高，成长两极分化

- 消费领域估值分位数普遍较高。截至3/28日，农牧和社服行业的历史估值分位高达94%；汽车接近90%；商贸、美容、食品饮料行业历史估值分位数在70%左右；家用电器估值分位仅25%；医药生物更是低至3%。
- 成长领域估值分位数两极分化严重。其中，计算机历史估值分位数接近80%；传媒52%；军工和电子在20%左右；通信不足10%；电力设备更是仅4%。

高估值分位数的行业主要集中在消费领域（农牧社服汽车商贸美容）及个别成长行业（计算机）



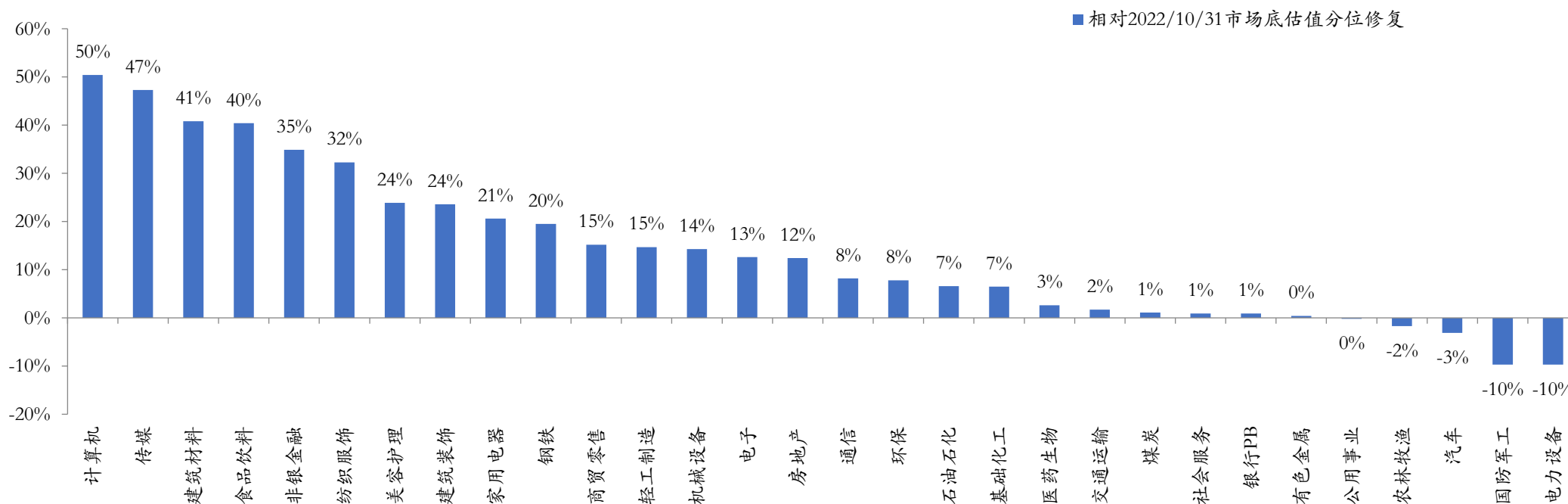
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



## 估值：计算机、传媒、建材、食品饮料等行业估值分位数显著提升

- 相较于2022/10/31日市场的阶段性底部，除少数行业外，行业历史估值百分位普遍均有不同程度的提升。
- 成长板块仍然显示出极大的两极分化。其中计算机、传媒行业提升最为显著，分位数分别提升了50%、47%；电子、通信有一定幅度提升，分别为13%、8%；而电力设备、国防军工行业分位数不升反降均10%。
- 消费领域和开工基建领域部分行业同样显著提升。食品饮料提升40%；纺服、美容、家电较大提升；建材提升41%，建筑、钢铁较大提升。

相较2022/10/31日市场阶段底，计算机、传媒、建材、食品饮料估值分位显著修复，电力设备、军工逆势回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



## 估值：计算机估值分位已修复到历史可比较高位置，传媒修复至中枢，通信修复空间大

- 选取消费电子、新能源、TMT历史行情中，估值分位数阶段性高点的历史对比发现：估值分位数能达到的阶段性高点以及对应的估值水平，整体上是随时间的推进而衰减的。按此规律，结合历史数据来比较当前TMT分位数：
- 计算机已经修复至历史可比的较高位置。近日最高估值分位数为80%，已经高于2021/12/01和2017/11/13。
- 传媒修复至中枢。近日最高估值分位数为53%，距离前期高点衰减仍有一定空间。
- 通信修复空间大。近日最高估值分位10%，仍是历史可比很低水平。

### 成长热门主线的估值分位数阶段性顶点的历史对比

| 消费电子-电子    |        |       | 新能源-电力设备   |       |       | TMT-计算机    |        |       | TMT-通信     |       |       | TMT-传媒     |        |       |
|------------|--------|-------|------------|-------|-------|------------|--------|-------|------------|-------|-------|------------|--------|-------|
| 时间         | 估值     | 历史分位数 | 时间         | 估值    | 历史分位数 | 时间         | 估值     | 历史分位数 | 时间         | 估值    | 历史分位数 | 时间         | 估值     | 历史分位数 |
| 2020/07/13 | 64.7X  | 75%   | 2022/08/18 | 46.5X | 80%   | 当前         | 64.9X  | 80%   | 当前         | 31.8X | 10%   | 当前         | 42.1X  | 53%   |
| 2016/10/24 | 76.0X  | 85%   | 2021/12/16 | 58.9X | 97%   | 2021/12/01 | 59.5X  | 66%   | 2022/01/17 | 40.3X | 48%   | 2020/07/14 | 62X    | 86%   |
| 2015/12/30 | 79.8X  | 87%   | 2021/01/27 | 54.8X | 95%   | 2020/07/13 | 91.5X  | 94%   | 2020/07/09 | 52.3X | 78%   | 2015/06/03 | 141.8X | 100%  |
| 2015/06/12 | 113.8X | 100%  | 2015/06/12 | 100X  | 100%  | 2017/11/13 | 63.9X  | 77%   | 2019/04/17 | 48.1X | 65%   |            |        |       |
|            |        |       |            |       |       | 2015/06/03 | 159.7X | 100%  | 2017/10/09 | 66.7X | 97%   |            |        |       |
|            |        |       |            |       |       |            |        |       | 2015/06/12 | 95.1X | 100%  |            |        |       |

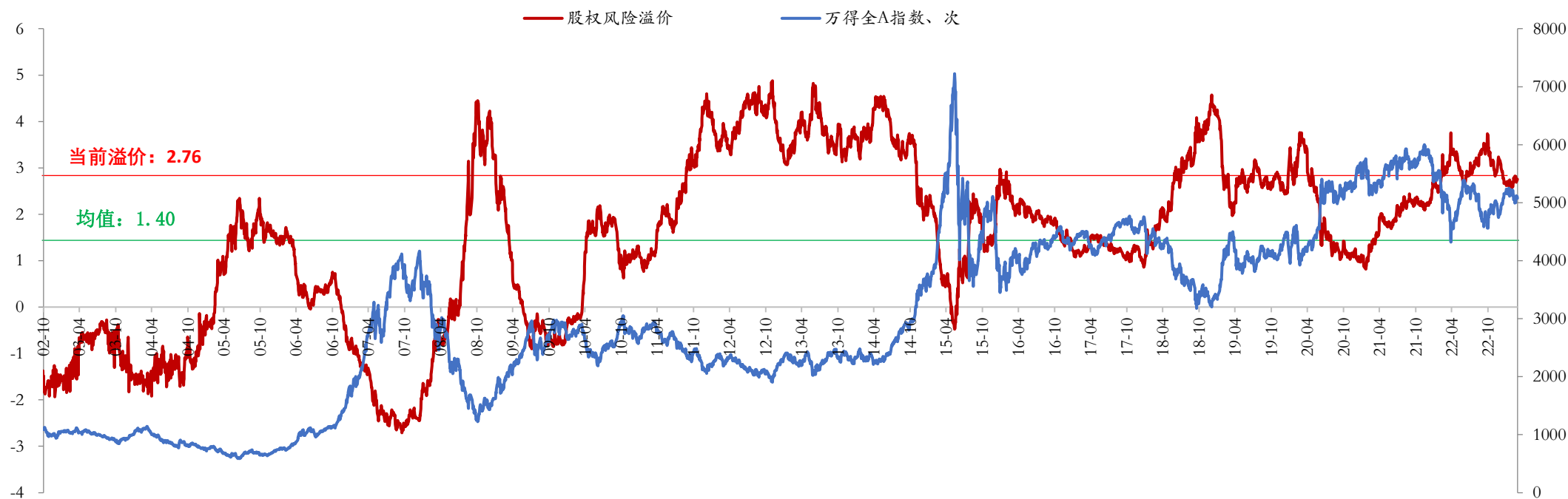
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。表中时间点为行业的估值分位数的阶段顶



## 股权风险溢价率：长期向下趋势，短期易波动

- 股权风险溢价率目前处于略偏高的位置，长期来看向下趋势明确，但短期向下动力不足，仍以波动为主。截至2023年03月28日，股权风险溢价率报收2.76%，处于2002年以来的73%历史分位，整体处于历史略偏高的位置。显著高于历史均值1.40%，因此长期来看股权风险溢价率向下趋势明确。但短期来看，一方面A股估值难以看到大幅提升的基础，同时10Y国债利率上行的空间和途径也并不明确，因此股权风险溢价率向下动力不足，预计仍将以波动为主。

股权风险溢价率处于偏高位，长期向下趋势明确，但短期容易波动



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点/%



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 全行业2023Q2投资逻辑纵览

| 风格 | 支撑                       | 压制                                  | 全行业  | 支撑或压制逻辑                                   |
|----|--------------------------|-------------------------------------|------|-------------------------------------------|
| 成长 | 流动性宽松；业绩具备相对优势；产业政策频出；   | 景气边际回落，业绩高基数；市场流动性敏感度提升；部分产业竞争格局恶化； | 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         |
| 周期 | 全年经济确定性恢复；工业生产正常化进入补库周期； | PPI快速回落具备确定性                        | 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             |
|    |                          |                                     | 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                  |
| 消费 | 疫情期间居民超额储蓄或能释放           | 居民消费意愿恢复存在不确定性                      | 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                  |
|    |                          |                                     | 非银金融 | 全面注册制催化，投行业务增长确定性强                        |
| 金融 | 国债收益率上行政善资产端，社融信贷高增速仍可期  | 经济后周期金融继续向实体经济让利                    | 银行   | 金融向实体让利影响业绩                               |



## 行业配置：复苏链与科技链齐头并进

### 配置逻辑

### 细分领域、重点关注

1

TMT

“数字中国”与AI商用双轮驱动，TMT产业进入升级扩张周期

数字基建与数据要素发展前景明确，计算机、通信、传媒可期待景气验证支撑未来的长期行情。  
数字基建和AI商用增加半导体需求，全球电子周期有望迎来上行，支持电子走强

2

消费复苏

重视经济上行超预期可能，消费或有惊喜

高端消费显示韧性，优选食品饮料、医药生物和美妆护理中的可选消费方向，主要包括白酒、医疗服务、医疗美容及化妆品

3

地产链

房地产市场回暖趋势确定，地产政策仍将维持宽松态势

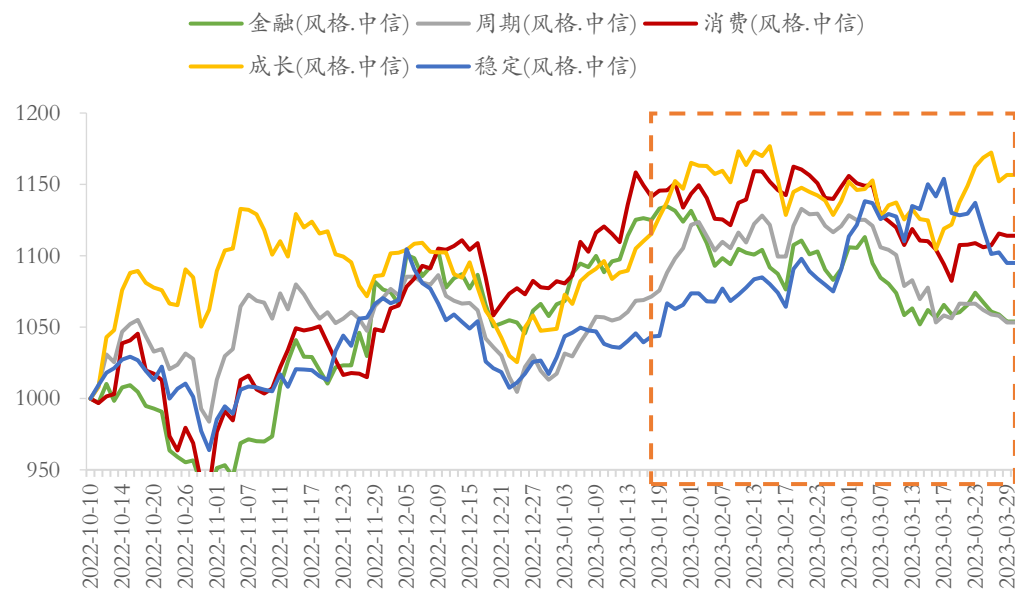
地产下游家具用品、家用电器、装修装饰



## 主线一：重视经济上行超预期可能，消费风格值得配置

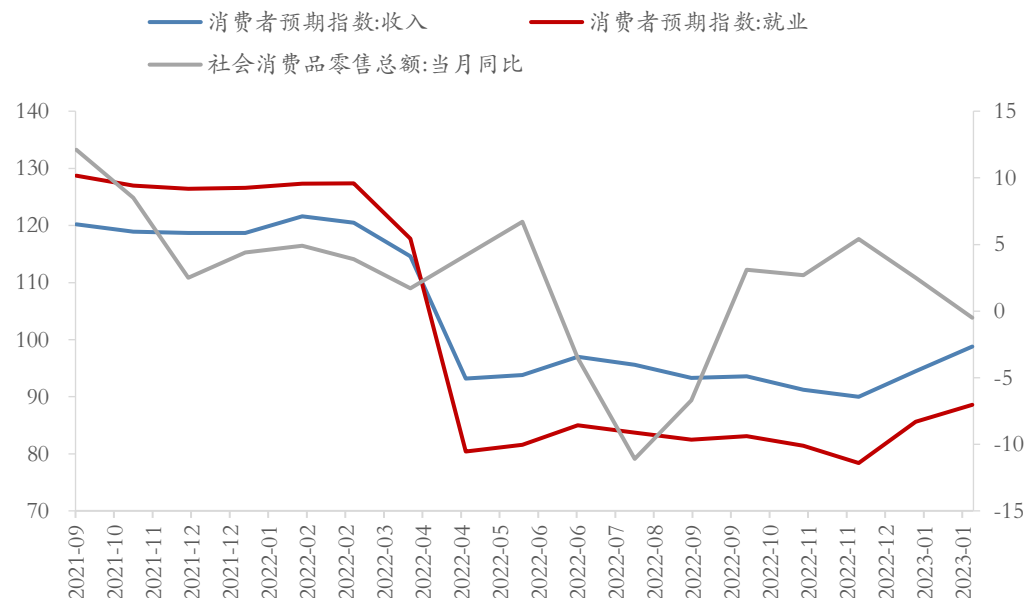
- ▶ 春节后消费风格维持震荡格局，市场对消费乃至经济的修复持悲观态度。自2022年11月至2023年春节前A股主要交易疫情封控放开，期间消费风格整体涨幅领先。在春节假期之后消费风格整体维持震荡格局，当前市场对经济修复尤其是消费的修复持悲观态度，存在预期差。
- ▶ 重视经济上行超预期可能，消费或有惊喜。由于1-2月合并经济数据受感染高峰扰动不能准确反应疫后复苏进程，故需要重视经济上行超预期的可能性。对于消费风格而言疫情导致的消费场景消失和消费者预期下降始终是最大掣肘，就当下而言疫情高峰已经退去，并且也并无第二次感染高峰的隐忧，随着疫后经济复苏消费者预期将迎来提升。
- ▶ 因此，我们看好消费风格中的食品饮料、医疗服务和美容护理。

### 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为基准进行标准化

### 疫情感染影响退去后消费者预期有望提升

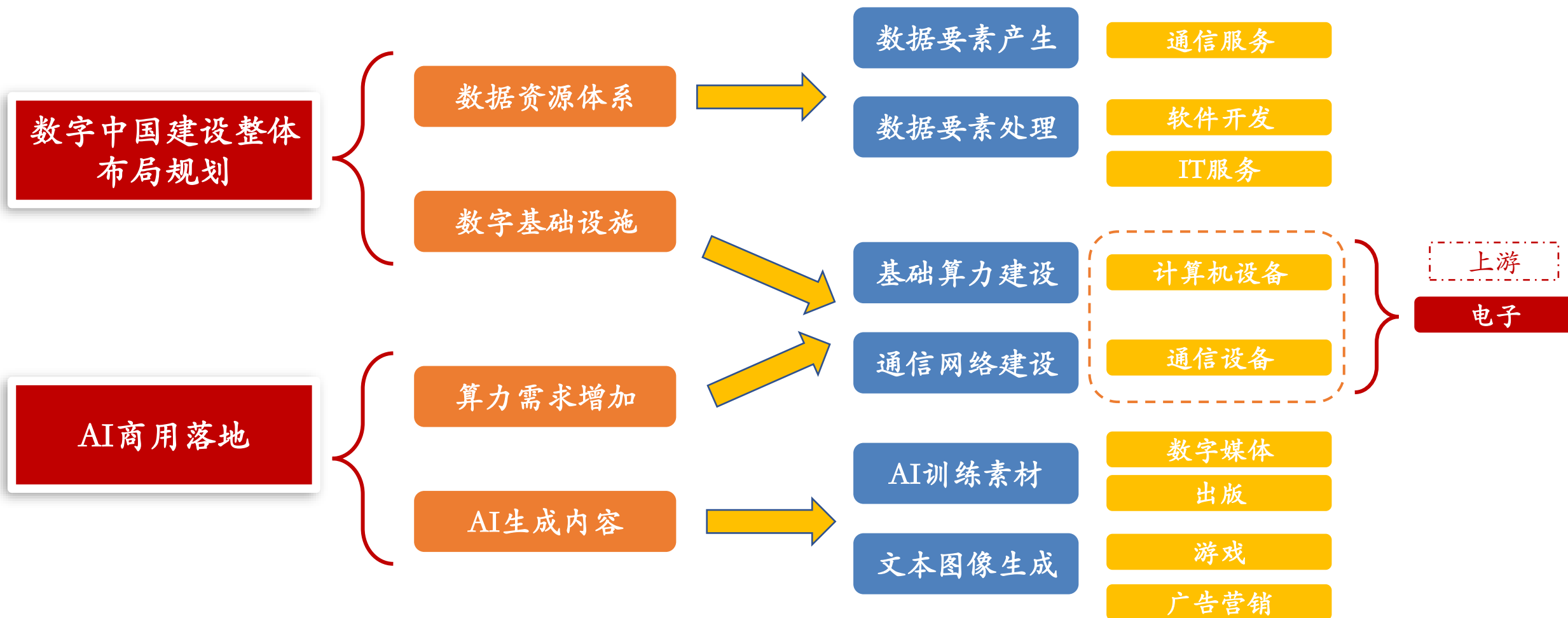


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：点，%



## 主线二：“数字中国”与AI商用双轮驱动下的TMT产业行情

- 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。

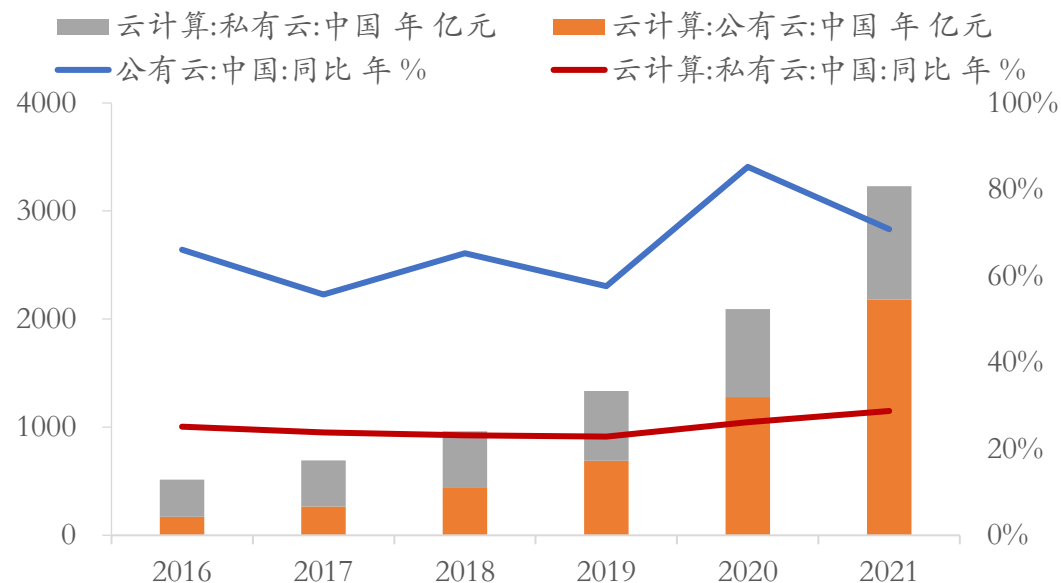




## 主线二：数字基建与数据要素发展前景明确，TMT行业可期待景气验证

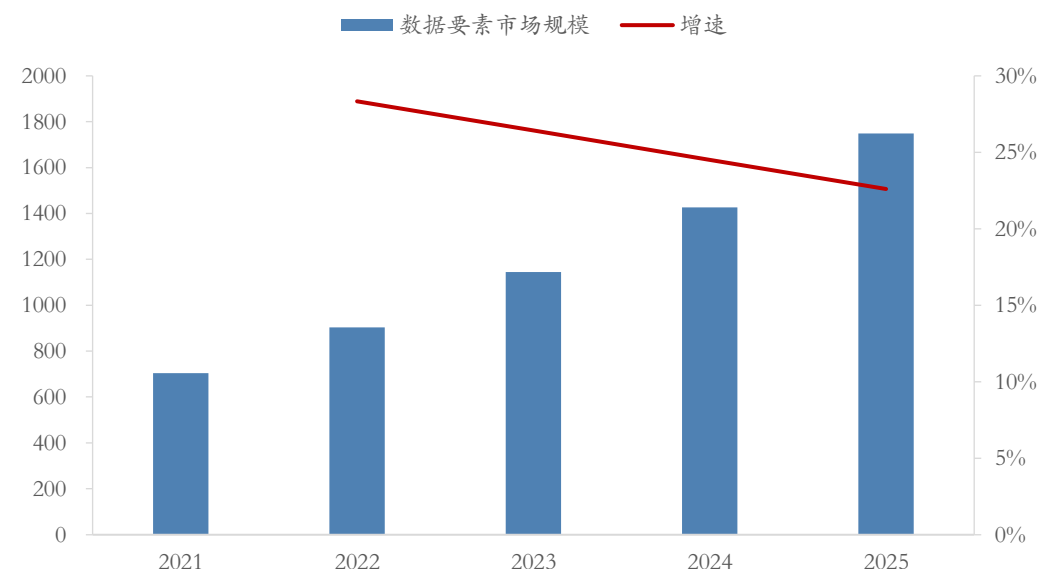
- **数字基建有望在高增速基础上再发力。**数字基建主要包括云计算、5G网络、东数西算、通用数据中心、超算中心等领域。近年来数字基建建设和推广应用速度较快，自2016年以来国内公有云计算规模增速均在50%以上，近两年云计算整体增速亦在50%以上。随着“数字中国”规划的发布和实施，数字基建增速有望再上新台阶。
- **政策高定位数字资源，数据要素市场将快速增长。**在“数字中国”建设规划中，数字资源被定性为两大基础之一，在此前数据资源被确认为资产的基础上进一步提高了数字资源的定位，作为数据资源重要组成部分的数据要素市场将迎来快速增长，2021—2025 年复合增长速度超过 25%。
- 因此，数字基建与数据要素发展前景明确，计算机、通信、传媒等TMT可期待景气验证支撑未来的长期行情。

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，%

数据要素市场将维持高增速



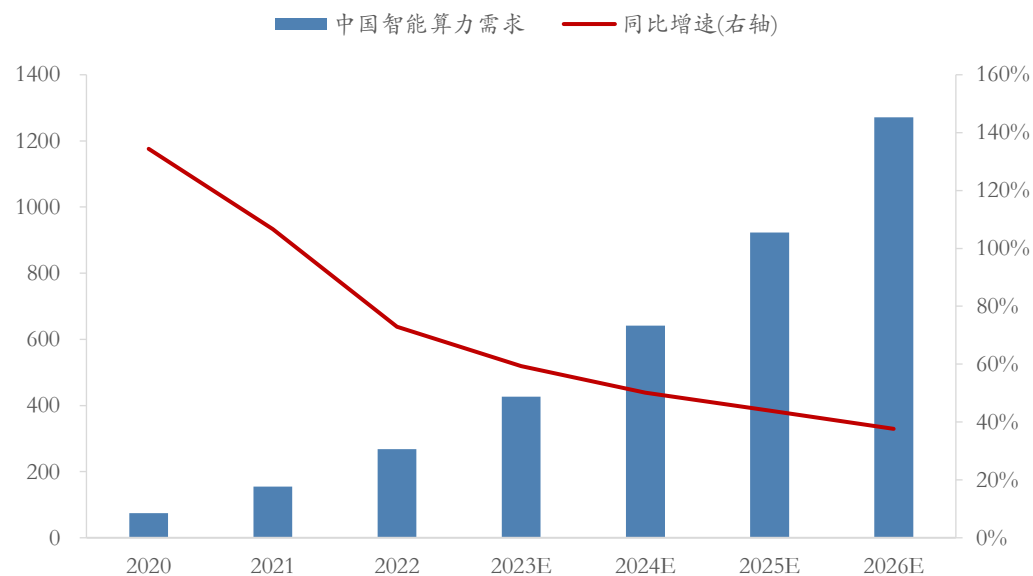
资料来源：IDC，华安证券研究所。单位：亿元，%



## 主线二：新需求叠加周期转正，TMT行情将扩散至电子

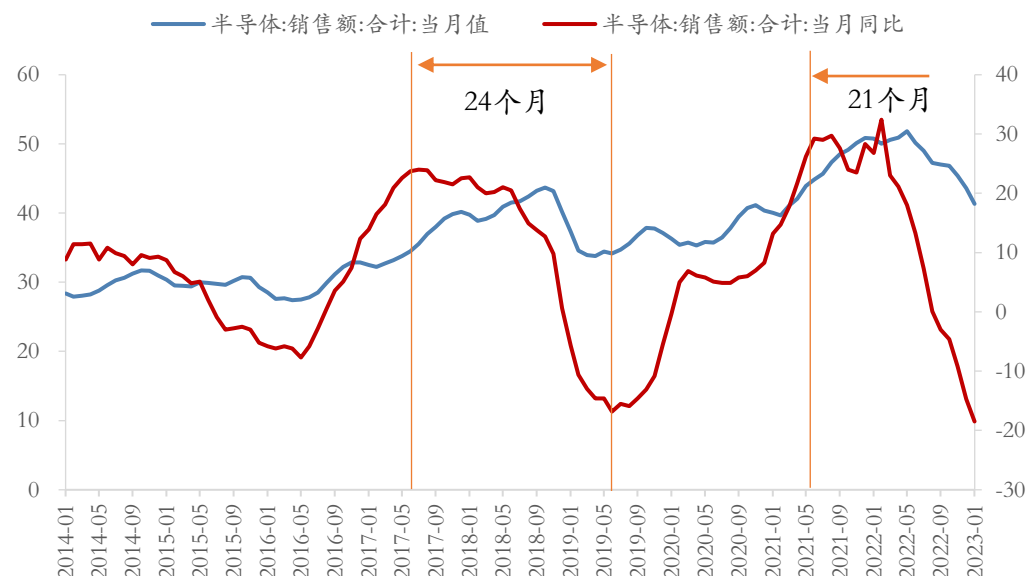
- **数字基建和AI商用增加半导体需求。**数字基建加速将明显增加对计算机设备和通信设备的需求，二者上游直接对应电子行业中的半导体。同样AI商用大量增加对算力的需求，也将传导至半导体领域。根据IDC预测数据，我国2026年智能算力需求将达1271EFlops，是2026年的4.7倍，半导体需求增长的确定性强。
- **全球电子周期有望迎来上行，同样支持电子走强。**半导体作为电子产品的上游原料其销售情况可以反应全球电子周期走势。在上一轮电子周期中，半导体销售额由高位到低点共计24个月。本次电子周期中半导体销售额在2021年5月达到高位水平至今已21个月，有望在Q2确认低点迎来上行周期。全球电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

### 我国智能算力需求将快速增长



资料来源：IDC，华安证券研究所整理。单位：EFlops, %

### 全球电子周期有望迎来上行



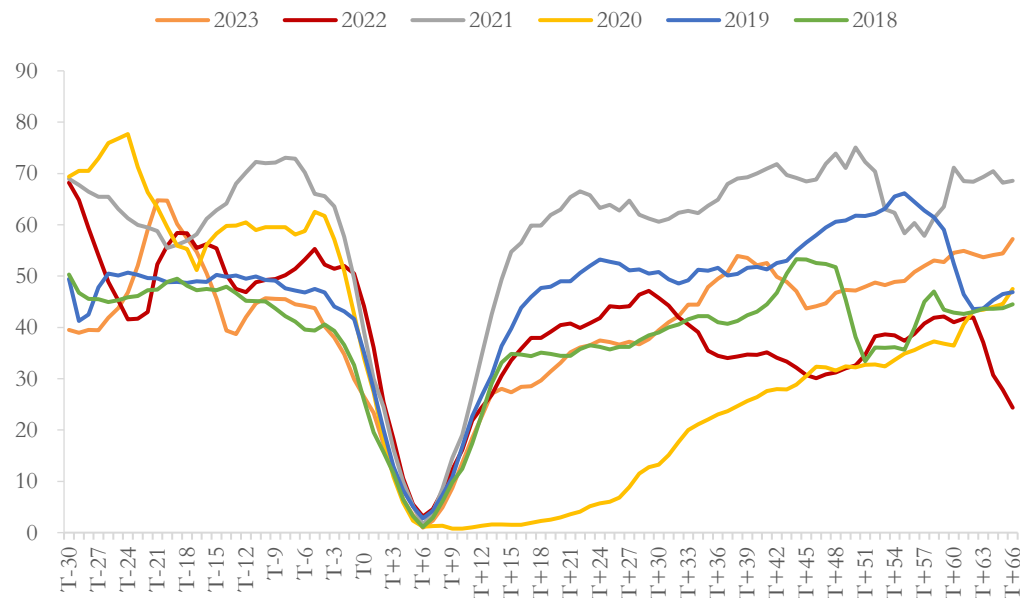
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：十亿美元, %



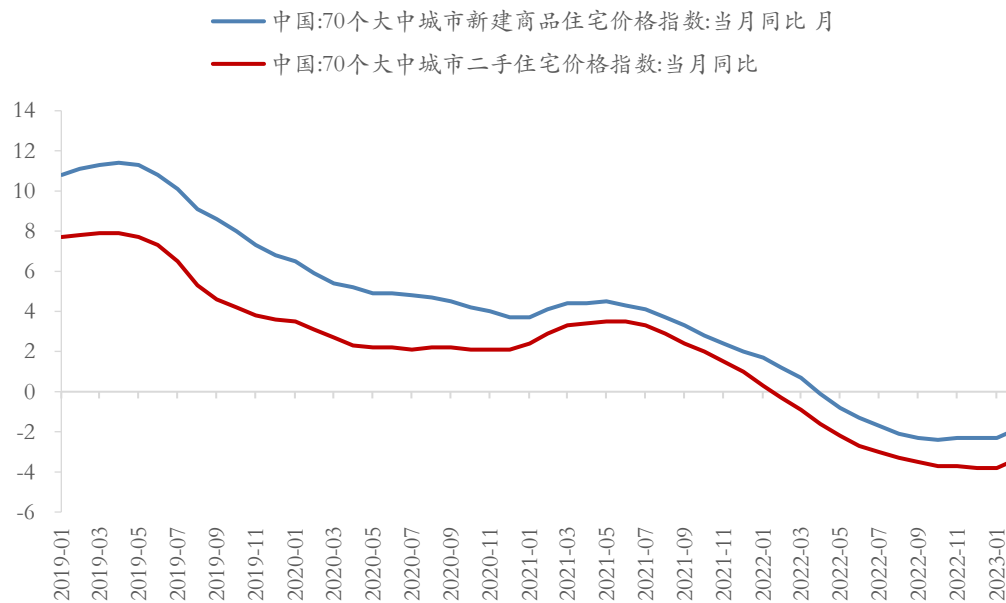
## 主线三：受益于地产销售企稳的相关下游

- ▶ **地产交易量增价稳，市场信心明显改善。**2023年春节后30大中城市商品房成交要显著好于2022年同期水平，参照过去5年水平，目前商品房销售情况仅次于2021年同期。二手房方面，一二三线城市合计成交面积同比增速维持在80%以上，改善态势明显。价格方面，70个大中城市新建商品住宅和二手房价格同比均触底回升。
- ▶ **经济稳步修复，地产市场改善具备持续性。**随着经济稳步复苏，居民收入预期改善，并且超额储蓄意愿降低，地产市场改善具备可持续性。因此看好受房产成交改善带动的相关下游方向，包括**家用电器、家居用品、装修装饰**。

### 30大中城市商品房成交持续恢复



### 一二三线城市合计二手房成交持续复苏



资料来源：IDC，华安证券研究所整理。单位：万平方米。注：T0为当年除夕。

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

1

增长：复苏确认时，全年最高点

2

流动性：量上价稳，充裕无忧

3

风险偏好：外部缓释，内部预期差修复

4

盈利逐季改善，估值抬升空间不一

5

行业配置：复苏与科技齐头并进

附

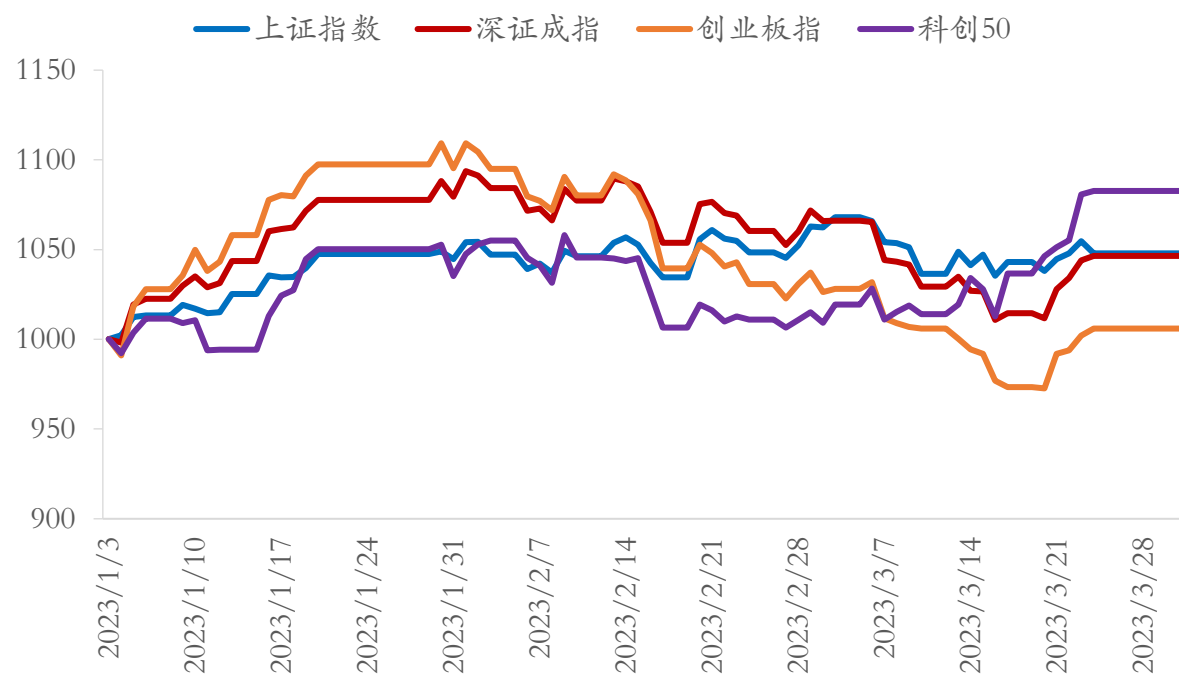
Q1回顾：快速轮动中TMT的占优



## 一季度市场回顾：国内弱复苏，海外扰动不断

► 一季度主要股指总体上涨。一季度上证综指涨5.71%，深证成指涨5.61%，创业板指涨1.01%，科创50涨10.53%。疫情放开，国内经济复苏预期较强，外资在2022Q4减持后重新大幅流动A股市场，海外虽然加息预期不断扰动，但难改A股上行行情。2023Q1风格经历了从消费到成长的切换，2022Q4疫情放开，市场对经济复苏抱有较强预期，但消费数据显示消费复苏强度不及预期，春节后消费风格开始回落。金融数据持续表现亮眼，一二月社融增速同比增速分别达到9.4%、9.9%，流动性宽松下风格从消费切换到成长。自身估值偏低的TMT受到AI商用催化上行，后续两会将“数字中国”推到全新高度，TMT再度受益，多因素催化下，TMT全季占优，另外2023Q1以运营商、大基建央企为代表的“中特估”也有亮眼表现。

一季度A股震荡走强



资料来源：Wind，华安证券研究所。2023年1月3日标准化为1000点。

2023Q1中TMT涨幅居前

| 涨幅前五行业 | 本季涨跌幅 | 跌幅前五行业 | 跌幅前五行业 |
|--------|-------|--------|--------|
| 计算机    | 35.22 | 银行     | -2.09  |
| 通信     | 31.55 | 综合     | -2.71  |
| 传媒     | 31.09 | 房地产    | -3.12  |
| 电子     | 16.96 | 商贸零售   | -5.06  |
| 建筑装饰   | 14.75 | 美容护理   | -5.09  |

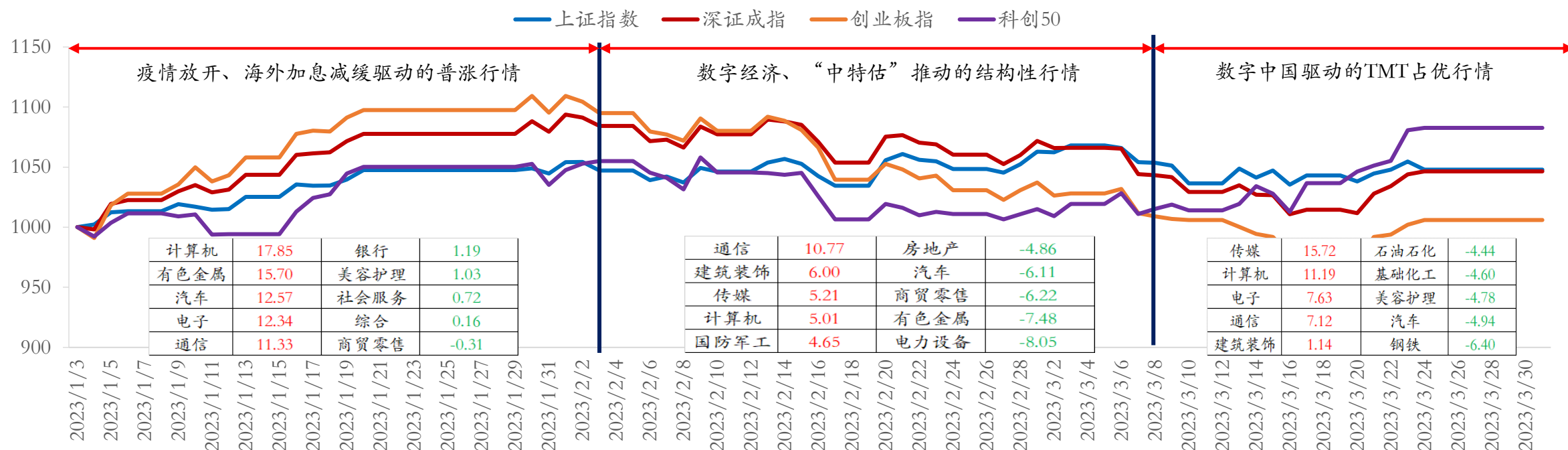
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 一季度市场回顾：A股震荡偏强分为三阶段

- 阶段1：1/3-2/3，海外加息预期放缓，国内疫情达峰回落，市场上行。海外经济企稳，加息预期放缓，外部有支撑；疫情达峰回落，经济复苏预期乐观；信贷投放顺利，一月金融数据亮眼。内外利好共振，市场反弹。
- 阶段2：2/4-3/8，美国通胀韧性较强，加息预期升温，市场震荡偏弱。海外非农、CPI等一系列数据连续超预期，通胀粘性使市场对加息终点利率预期抬高；国内春节消费数据总体不及预期，市场震荡偏弱。
- 阶段3：3/8-3-26，海外流动性风险暴露，A股市场震荡偏强。美国硅谷银行等三家银行破产，瑞士信贷暴雷，高利率环境下海外流动性风险暴露降低美联储加息预期，国内流动性持续宽松，超预期降准配合，市场震荡偏强。

### 一季度A股市场上行后转向震荡



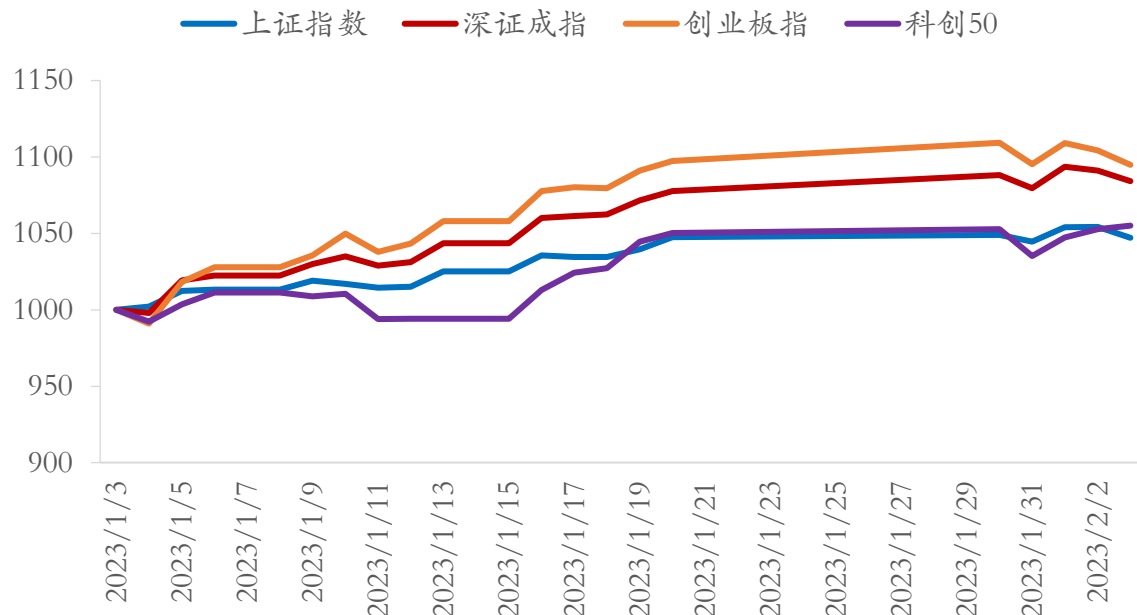
资料来源：Wind，华安证券研究所。2023年1月3日标准化为1000点。



## 阶段1：指数普涨，风格由消费转向成长

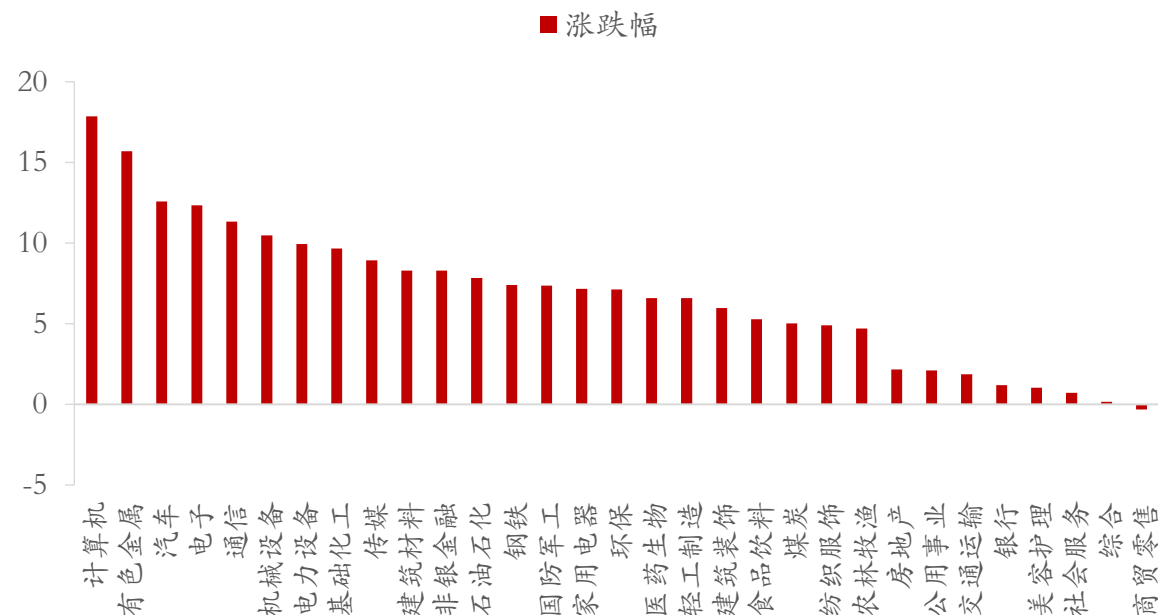
- **疫情达峰回落，经济复苏预期乐观，指数普涨。**国内疫情达峰回落，市场对经济恢复预期乐观，2022Q4减持的外资于2023Q1大幅回流A股，北向资金连续17个交易日净买入。海外方面加息预期减缓，美国ISM非制造业暴跌至49.6，CPI报6.5%(12月7.1%)，均使市场押注美联储加息放缓，内外均现利好，指数迎来普涨。
- **风格由消费转向成长。**春季躁动行情中成长受益于流动性宽松更加占优，6G、中特估加持下，运营商领涨，新能源等在充分调整之后也迎来反弹。此阶段，市场表现较为亢奋，情绪化行业券商也有所上涨，但消费数据显示复苏不及预期，消费风格开始转弱。

指数迎来普涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。2023年1月3日标准化为1000点。

TMT、新能源等成长风格在本阶段中占优



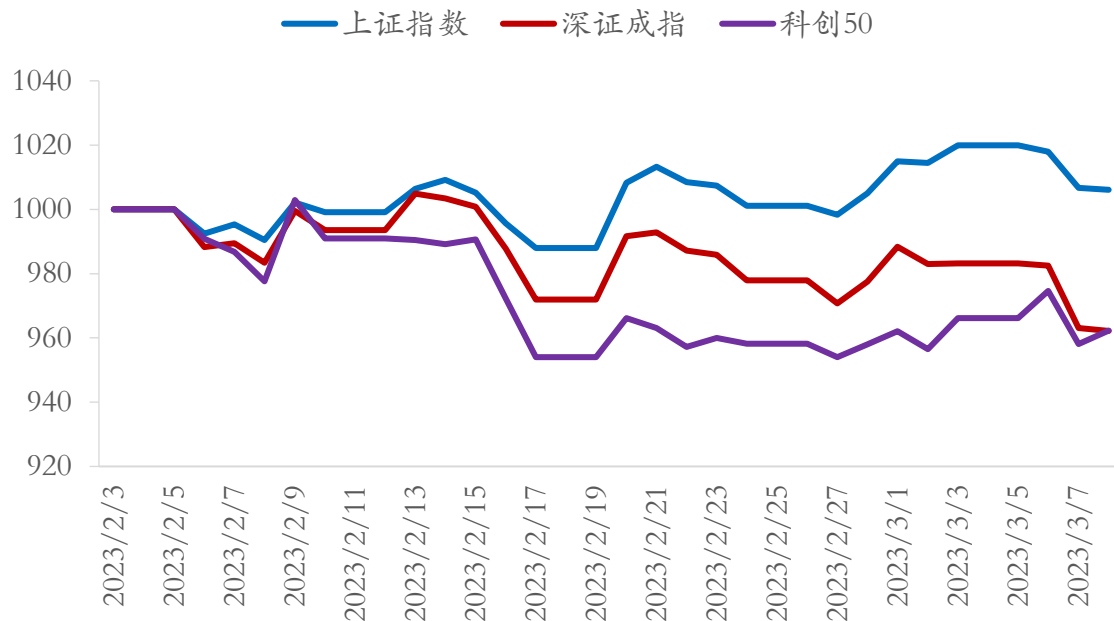
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 阶段2：指数震荡偏弱，数字中国接力人工智能推升TMT主线行情

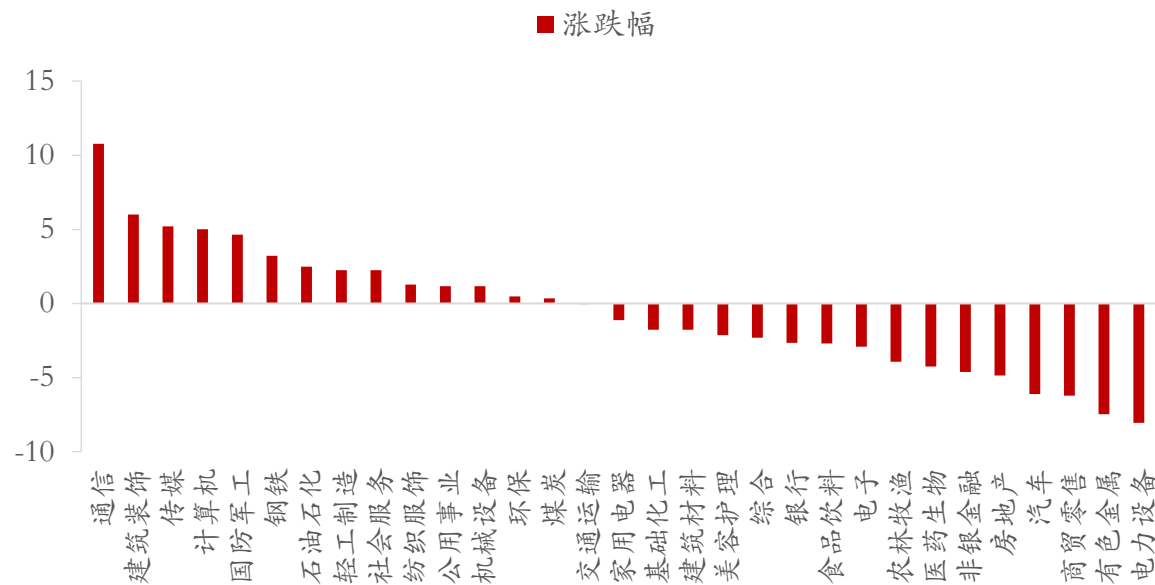
- 海外加息预期反复，经济复苏不及预期，指数震荡偏弱。2月3日美国公布新增非农就业人口51.7万人，远超市场预期，随后美联储多位官员鹰派发声，14日公布的美国CPI6.4%(1月6.5%)显示美国通胀仍存粘性，通胀反复与美联储的鹰派表态压制市场风险偏好；国内春节消费数据总体不及预期，市场对未来经济复苏的预期开始转弱，内外支撑均有所转弱，指数震荡偏弱。
- 数字中国接力人工智能推升TMT主线行情，大基建央企涨幅较大。ChatGPT的快速发展使市场对其应用范围抱有极高预期，下游NLP等应用行业走势强劲，《数字中国建设整体布局规划》的出台再次引发市场对TMT的追捧，但成长风格受到海外预期升温、地缘政治事件的打压，风光储等前期热门赛道本阶段大幅回落。在“中特估”概念、“一带一路”概念的加持下，大基建央企也迎来可观涨幅。

指数震荡偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。2023年2月3日标准化为1000点。

TMT、大基建央企在本阶段中占优



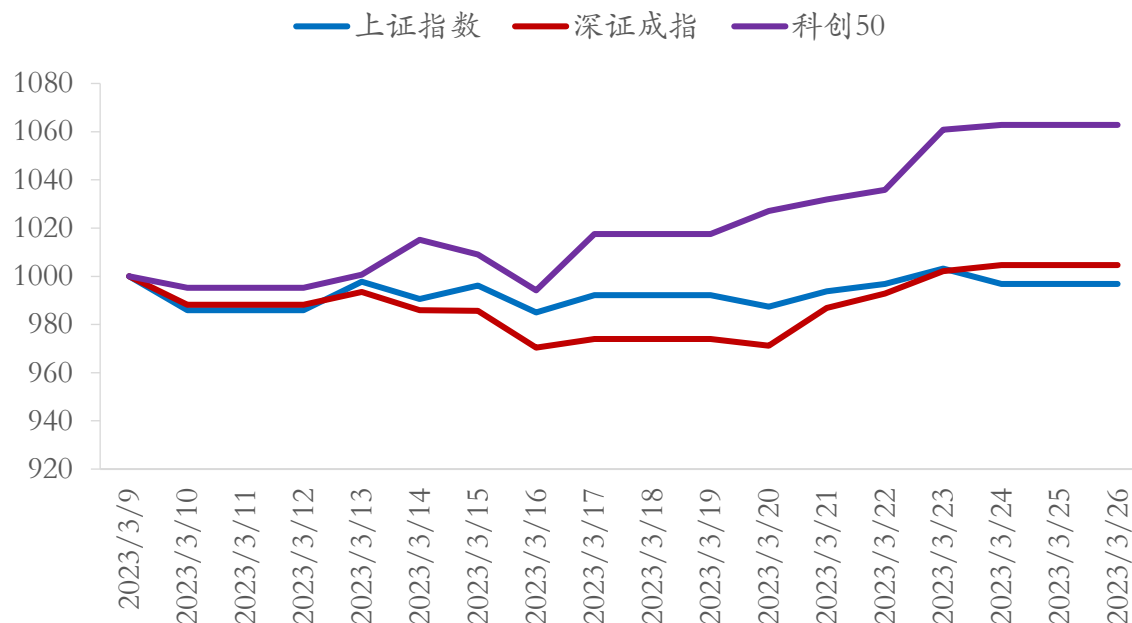
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 阶段3：指数震荡偏强，数字经济一枝独秀

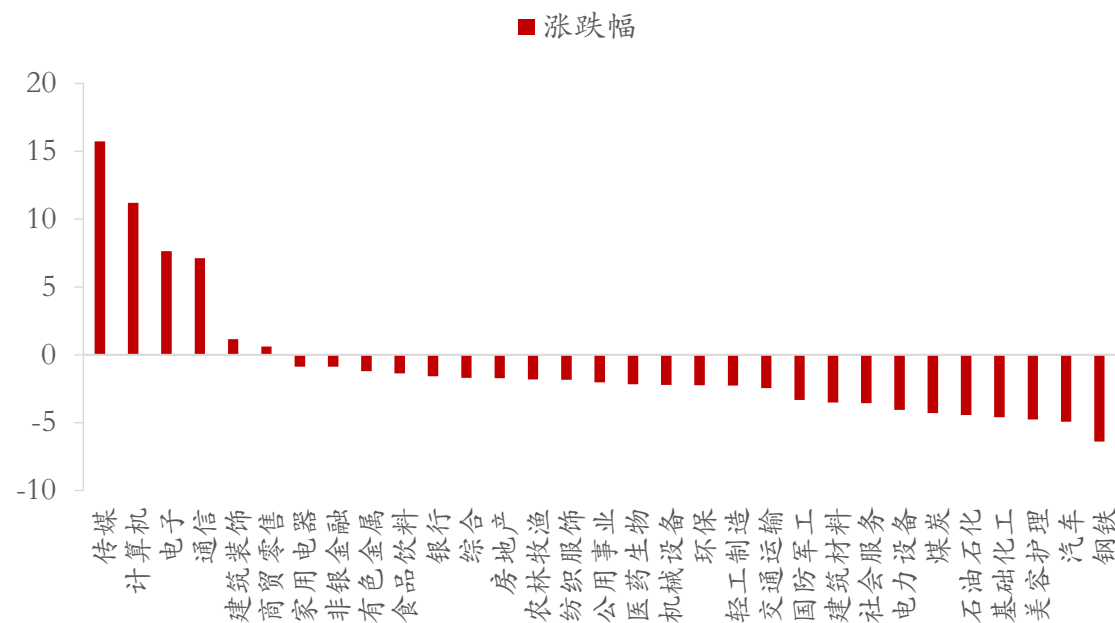
- **海外流动性风险暴露，国内弱复苏延续，指数震荡偏强。**3月9日凌晨美国硅谷银行挤兑，之后的三天内陆续有三家美国银行破产，虽然3月12日美联储推出融资工具BTFP预防挤兑，但市场悲观情绪仍在蔓延，欧洲瑞士信贷也出现暴雷，海外风险事件暂时延缓了美联储的加息进程。虽然欧美市场大跌，但A股却快速企稳，3月公布1-2月合并数据显示经济弱复苏延续，消费数据超预期，受益于低通胀、复苏预期与健康的金融系统，A股受海外金融风险影响不大，人民币资产再度受到青睐。
- **两会机构改革，GPT应用场景具象化，TMT成唯一主线。**两会国务院机构改革中设立国家数据局，将数字中国提高到前所未有的高度，GPT4.0指向办公自动化，仍然不足的算力与数字中国、人工智能的兴起是当前市场的核心矛盾，本阶段中上游半导体、算力与下游应用软件涨幅最靠前，也是唯一主线。

指数震荡偏强



资料来源：Wind，华安证券研究所。2023年3月8日标准化为1000点。

基建央企中建筑、能源、焦炭、冶金行业个股受益



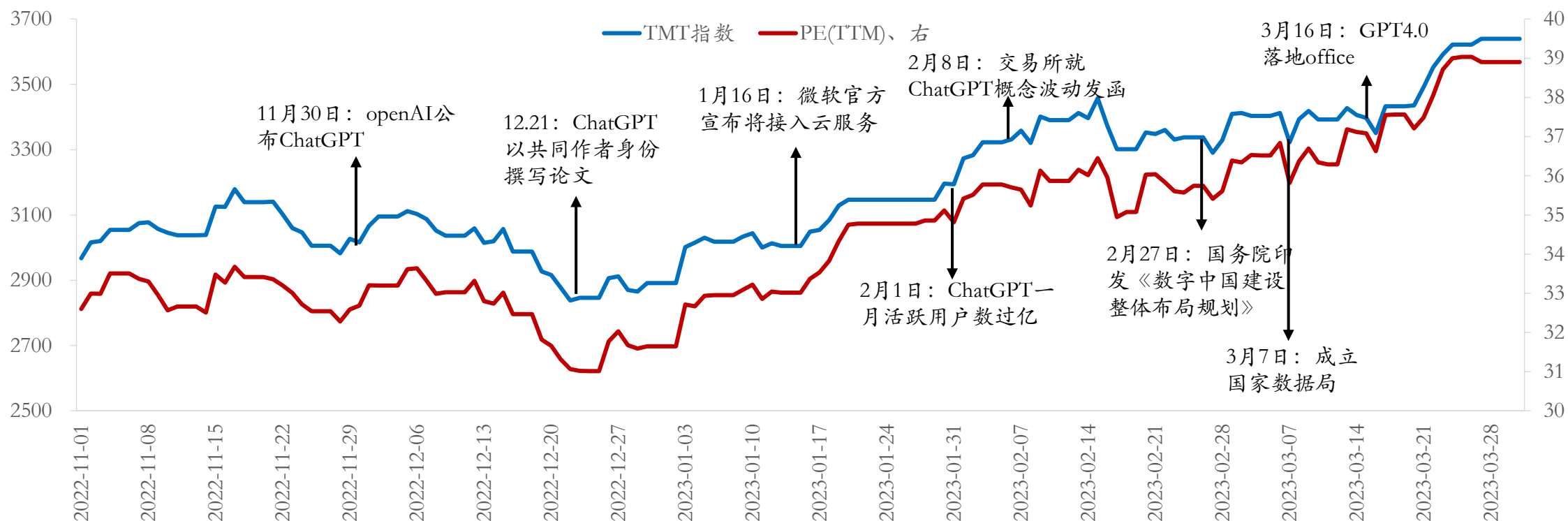
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## TMT占优复盘：数字中国接力ChatGPT助力唯一主线确立

➤ 数字中国接力ChatGPT催化TMT占优行情，估值推动业绩暂未跟上。ChatGPT于2022年11月底即问世，在春季行情加持下，1月中旬国内相关个股开始加速上涨，前期上涨的主力军为以汉王科技为代表的自然语言处理相关个股。进入2月之后，百度、美团、阿里等国内互联网大厂相继宣布开发类GPT应用软件，但受外部风险偏好抑制，2月A股TMT转入震荡。2月底《数字中国建设整体布局规划》的发布引发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的office使人工智能具有更加具体的应用场景，也对算力提出更高要求，算力、相关应用软件领涨。2023Q1区间TMT风格上涨幅度大约26%，从目前公布的业绩来看，本轮上行主要由估值推动，业绩跟上尚需时间。

TMT行情目前主要受估值驱动，业绩暂未落地





## 重要假设

- 第一，本报告在“增长：复苏确认时，全年最高点”部分对Q2增长的预测是基于不会出现疫情的二次集中冲击而做出的，若疫情出现二次冲击，那本报告的核心结论将不成立。
- 第二，本报告在“风险偏好：外部缓释，内部预期差修复”部分对“外部缓释”的判断是基于Q2维度内美国银行业危机暂时解除从而美国不会陷入深度衰退而做出的，若危机迅速扩散，那本部分的结论将不成立。



# 华安策略



# 感谢关注!

风险提示：疫情二次感染或反复感染；美联储货币政策加息再超预期；美国经济衰退来临超预期；政策解读存在偏差；盈利预测与实际存在偏差；其他黑天鹅事件等。



## 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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。