

国都证券研究所晨报 20230331

【财经新闻】

- 中国金融学会绿金委主任马骏：国际可持续披露准则预计6月推出，强制披露范围将扩大
- 六大国有银行去年净赚1.35万亿元，支持实体经济“火力全开”

【行业动态与公司要闻】

- 广期所联合多部门发布首个全国性氢能价格指数
- 电动智能化提速汽车零售各环节转型

【国都策略视点】

- 策略观点：国内经济温和复苏，中期美元步入下行周期

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3261.25	0.65
沪深300	4038.53	0.81
深证成指	11651.83	0.62
中小综指	12297.95	0.14
恒生指数	20309.13	0.58
恒生中国企业指数	6922.66	0.64
恒生沪深港通AH股溢价	137.91	0.60
标普500	4050.83	0.57
纳斯达克指数	12013.47	0.73
MSCI新兴市场	985.77	0.57

资料来源：wind

昨日A股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	家用电器	1507.09	3.31
2	建筑材料	769.35	1.85
3	休闲服务	1060.59	1.39
4	食品饮料	833.74	1.07
5	交通运输	1935.39	0.89

资料来源：wind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	74.37	2.14
纽约期金	1998.00	0.75
伦敦期铜	9001.00	0.23
伦敦期铝	2392.00	0.38
波罗的海干散货	1403.00	-0.28

资料来源：wind

研究员：韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

联系人：王景

电话：010-84183383

Email：wangjing@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 中国金融学会绿金委主任马骏：国际可持续披露准则预计 6 月推出，强制披露范围将扩大

【上海证券报】博鳌亚洲论坛 2023 年年会期间，中国金融学会绿色金融专业委员会主任、北京绿色金融与可持续发展研究院院长马骏在接受上海证券报记者采访时表示，建议香港上市公司关注国际可持续准则理事会（ISSB）推出的国际可持续披露准则，该准则的正式版本大概在今年 6 月推出。部分国家和地区可能会在不久的将来开始执行这些标准，届时强制披露范围也将扩大，上市公司当有前瞻性预判。

全球可持续披露准则大概今年 6 月推出

2023 年的全球 ESG 市场基础环境发生了变化。马骏表示：“国际可持续准则理事会去年拿出一套全球的可持续信息披露模板初稿开始征求意见，到目前为止已经获得了 1300 份反馈意见。我们也是提意见的中方机构之一。”

马骏建议，上市公司应关注国际可持续准则理事会推出的国际可持续披露准则，该准则的正式版本大概在今年 6 月推出。

“准则推出后，有些国家和地区可能就会开始执行这些准则的要求。”他表示，在港上市公司，可能在不久的将来就会面临准则要求，必须按照要求来披露碳排放的信息范围一、范围二。经过一段过渡期，还要披露范围三信息。

“香港上市公司中有许多中国企业，他们需要关注这一世界趋势。这些披露要求很大程度上会助力 ESG 信披质量的提升，增加国际的可比性，从而减少市场上经常担心的‘洗绿’风险。”马骏说。

三措并举防范项目“洗绿”风险

“洗绿”“漂绿”是马骏在持续关注的风险。对此，他表示，可以从制定标准、强制披露、第三方认证三方面进行应对。

马骏称，如果没有官方标准，一些项目很容易发生“洗绿”行为。2016 年他在牵头起草绿色金融指导意见时就讨论过该问题，目前看到的绿色金融框架里就有专门用来针对“洗绿”的要素，尤其是对绿色活动的界定标准。目前，国内已经有了对绿色信贷、绿色债券和绿色项目的官方界定标准。

其次是要有强制性的信息披露要求。他举例称，一些项目启动之前经过第三方认证，确实被认定为属于绿色目录中的一个类别。但项目在实际的执行过程中不一定能达到预期效果，所以必须要有实际情况的披露，包括每年披露所产生的环境效益到底是多少。

马骏表示：“如果披露不是强制性的，而是想披露就披露、不想披露就不披，会影响数据的可得性和披露的质量。”

在第三方认证方面，马骏称，目前有第三方认证机构对于绿色债券进行评价和贴标，但并不是所有的绿色资产都有第三方认证的机制。有些 ESG 产品未必获得第三方的认证和贴标，这一方面还需要采取措施提升 ESG 数据的质量。

“这三个领域做好了，就可以有效地防范和避免项目‘洗绿’和‘漂绿’风险。”马骏表示。

转型金融助力高碳企业低碳转型

“去年是中国绿色金融发展非常快的一年，绿色贷款增速达到 38%，绿色债券的发行规模增长到 50%。在全球绿债发行总量下降的背景下，‘双碳’目标提出后，中国绿色金融发展则处于加速的状态。”马骏表示。

目前绿色金融主要支持“纯绿”或者“接近纯绿”的经济活动。马骏表示：“这些纯绿的项目包括光伏、风电、电动车、储能等行业的项目。而像钢铁、水泥、煤电等高碳行业，即使企业有很强的低碳转型意愿，有明确的碳中和目标，也未必能够得到支持。如果绿色金融不支持转型活动，则经济的绿色低碳转型就不一定能够顺利实现。”

马骏认为，就中国高碳资产在金融业的占比来说，不同地域有高有低，地区差异较大。比如，山西对煤炭的依赖度非常高，当地的金融业对高碳产业的风险敞口就比较高。而有些地方是以服务业为主，高碳产业占比较低，金融业对这些高碳领域的敞口会比较低。“与欧洲相比，中国金融业面临的高碳资产风险更高一些，这主要是跟经济结构、产业结构有关。”马骏说。

针对高碳企业融资难的问题，马骏提出，具体表现为很多高碳企业被银行认为是“两高一剩”企业，贷款就会被压降。目前政策的一个核心问题在于对高碳企业没有更加精准的分类方式，银行难以识别哪些是想转型、有技术路径的企业。但是到目前为止，我们还没有转型金融的目录，因此金融机构就难以对高碳企业及其投资活动进行“转型或非转型”细致分类。

马骏认为，要解决高碳企业融资难的问题，不仅政府要努力，金融界也要参与，要形成转型金融的框架。“未来有了转型金融的目录以后，对高碳企业一刀切压降贷款的情况就会缓解。这不仅需要人民银行出台政策，新成立的国家金融监管总局也需要有配套的政策来督促银行落实转型金融的目录。”马骏说。

此外，马骏还建议，未来在转型金融的政策框架之下，应考虑推出一个专门支持转型金融的政策工具，用较低的成本来支持符合标准的转型金融活动。

“推动转型金融的发展，有利于经济复苏。目前那些面临融资难、融资贵的企业，一部分可能是小微企业，一部分是高碳企

业，这两类企业都比较难获得融资，也更难获得低成本的融资。由于转型金融能够在一定程度上解决转型中的高碳企业融资难、融资贵问题，应该有助于促进经济回升，从总量上也能帮助稳定经济。”马骏说。

■ 六大国有银行去年净赚 1.35 万亿元，支持实体经济“火力全开”

【上海证券报】3月20日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，均维持前值不变。自去年8月LPR非对称性下调以来，LPR已经连续7个月“按兵不动”。

分析人士认为，本次LPR维持不变有多个原因：3月中期借贷便利（MLF）利率不变，LPR定价基础没有改变；银行负债成本走高，银行息差承压，报价行压缩LPR报价“加点”动力不足；我国经济基本面企稳向好、宽信用加快推进，短期内调降LPR的迫切性减弱。展望未来，分析人士表示，后续LPR的调降，有赖于政策利率下调和银行负债成本降低的累积效应。

下行空间缩窄 下调必要性降低

3月17日，人民银行宣布，将于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。超预期降准曾引发市场对于3月LPR是否下调的猜想。

民生银行首席经济学家温彬表示，LPR报价继续“按兵不动”，主要与MLF等政策利率维持不变、市场利率快速上行使银行负债成本抬升、银行净息差进一步承压等因素有关，LPR没有相应的下调基础和空间。

“3月MLF操作利率未发生变化，意味着当月LPR报价基础保持稳定。”东方金诚首席宏观分析师王青表示，自2019年改革完善LPR形成机制以来，在MLF操作利率不变的情况下，只有2021年12月的1年期LPR、2022年5月的5年期以上LPR进行过两次单独下调。在其他月份，LPR均与当月MLF操作利率保持联动。

LPR的下调空间也在缩窄。温彬表示，今年以来，市场利率快速上行，银行负债成本走高，LPR加点下调受限。年初以来，银行信贷投放节奏较快，银行间流动性维持在低位，资金利率快速上行、波动加大；银行资产负债匹配压力显著上升，对中长期同业存单等主动负债的发行需求加大，同业存单利率居高不下。

“尽管降准加速落地，但此次降准幅度偏小，节约的银行资金成本相对有限，暂不足以推动LPR下行。”温彬表示，人民银行在超量续作MLF之后超预期降准，意在释放低成本中长期流动性，缓解银行压力。此次降准0.25个百分点，可释放5000亿至6000亿元资金，推动银行负债成本下降60亿元左右，但尚不足以达到LPR单次5个基点的调整步长。

去年末，商业银行净息差、企业贷款利率等数据行至低位。温彬表示，今年以来，在信贷竞争性投放下，企业贷款利率仍延续下行，消费贷和经营贷的利率也较去年下半年有所下降，多地首套房贷利率进入“3”时代。预计一季度净息差进一步收窄，商业银行经营压力加大。

短期内调降LPR的必要性也在减弱。招联首席研究员董希淼表示，今年以来，一系列稳增长、促发展的措施加快出台，前两个月信贷增长远超预期，经济恢复态势不断稳固。下一步是否需要调降政策利率、引导市场利率下降，还须继续观察。

实体经济融资成本有望保持在低位

分析人士认为，本次LPR维持不变，短期内实体经济融资成本大幅反弹的可能性不大。王青表示，当前经济转入回升过程，但基础仍不牢固，短期内仍须将企业融资成本和个人消费信贷成本保持在低位，为经济修复创造有利的货币金融环境。这也是近期人民银行持续实施较大规模逆回购、加量续作MLF，以及3月实施全面降准的重要原因。

“今年上半年实体经济融资成本仍有望保持在低位。”王青预计，3月新发放企业贷款加权平均利率将继续停留在历史低点附近，新发放个人消费贷款和居民房贷利率有望延续小幅下行势头。

展望未来，光大银行金融市场部宏观研究员周茂华认为，考虑到当前经济回暖、房地产市场企稳复苏，部分银行息差压力加大，短期内LPR调降的门槛相对较高。不过，考虑到国内物价温和可控，政策空间充足，银行盈利情况整体良好、资产质量稳健，LPR仍有调降空间。未来的调整将根据宏观经济复苏、实体经济融资和银行息差压力等情况而定。

“后续LPR的调降，有赖于MLF利率下调和银行负债端成本节约的累积效应。”温彬表示，短期内继续引导LPR下降的空间相对有限。但通过差异化的“定向降息”支持实体经济的重点领域和薄弱环节或仍是政策引导方向。

董希淼认为，LPR仍有下降可能。虽然今年前两个月信贷增长迅速，但住户贷款增长依然缓慢，居民部门消费和投资需求低迷。他建议，重视居民部门信心较弱、需求不足等问题，继续引导LPR尤其是5年期以上LPR适度下行，减轻居民住房消费负担，提振居民住房消费需求。

在王青看来，3月降准为后续LPR下调积累动能。降准在推动银行以较低成本向市场主体提供更多信贷支持的同时，也释放了引导经济较快回升的明确信号。本次降准有望抵消近期市场利率上行带来的影响，为报价行在必要时压缩LPR报价加点积累动能。

【行业动态与公司要闻】

■ 广期所联合多部门发布首个全国性氢能价格指数

【上海证券报】3月28日，“中国氢价指数”在中国国际氢能及燃料电池产业展览会(2023中国氢能展)暨氢能产业创新发展论坛上正式发布。

“中国氢价指数”由中国氢能联盟研究院统计氢能全产业链“生产侧”和“消费侧”超200多个样本点展示价格变化趋势，以发掘氢能作为大宗商品的交易价值，全面、客观、及时地呈现全国及各区域氢能价格变化趋势。

据了解，该指数是首个全国性氢能价格指数，由中国氢能联盟、广州期货交易所和北京绿色交易所联合发布。该指数能够对全国氢能价格进行评估统计和跟踪，客观呈现全国及不同区域、多品类氢能价格变化趋势，及时反映各类氢能生产成本和市场价格，以增强氢能市场价格发现能力、推动完善氢能市场体制机制、服务氢能项目评估体系建设、促进氢能产业绿色发展。

下一步，广州期货交易所与中国氢能联盟等单位将进一步加强战略合作，深入开展氢能价格指数研究、应用和示范合作，探索氢能期现市场建设，完善氢能定价机制，服务氢能产业政策制定，助力氢能产业高质量发展，服务经济社会绿色低碳转型。

■ 电动智能化提速汽车零售各环节转型

【上海证券报】当前汽车市场硝烟四起，“价格战”下火药味十足。这背后既有去库存的考虑，也与新能源汽车市场的快速崛起密不可分。电动化智能化大潮来袭，传统汽车市场的各个环节都将面临转型，尤其是对零售端而言，势必将更注重以消费者为中心，摒弃卖方市场思维，实现线上线下流量无缝转化，需求侧与供给侧双向对接，从而为汽车市场的长期可持续发展争取未来。

销售渠道多元化

走进天津南开区大悦城商业综合体，中庭内新能源汽车品牌特斯拉、飞凡的展车摆放在显眼位置，来来往往的消费者不时驻足了解或上前试乘。

类似进入商超的展销方式，对新能源汽车厂商来说早已是稀松平常。长期以来，买车去品牌4S店成为思维定式。4S店尽管为消费者提供了购车一站式服务的便利，但长期的供不应求使得消费者在有些方面体验感不佳，传统的单一品牌4S店营销模式越来越难适应市场对汽车销售的要求。随着新能源汽车的崛起以及汽车保有量不断增加，市场正在向买方市场转移。此时，以服务换市场成为大势所趋。汽车销售不再是以4S店为中心，而是本着消费者便利的原则尽可能贴近。

线上平台售车也已不是新鲜事，不少平台都曾有过尝试。在得物App上可以看到，多款车型在该平台出售，其中不乏价格不菲的豪华品牌。长期以来，得物主打潮流风尚购物，在运动及潮流装备鉴别领域积累了多年经验，聚集了大量年轻消费者，而推出网络售车业务与年轻消费群体需求十分契合。

线上销售模式崛起后，一些新能源汽车品牌开始放弃4S店，将主力销售方式搬到线上，实现直营，并在全国重点城市布局线下体验店，同时将车辆价格透明化，省去了讨价还价的繁琐与套路。这其实与时下多数品牌智能手机的销售方式如出一辙。

易车研究院发布的《2021版Z世代洞察汽车报告》指出，为了跟上Z世代的消费升级节奏，在渠道层面，车企和经销商正由聚焦单一渠道向构建多元渠道转型升级。不少传统汽车品牌开始尝试改变销售模式，由批发转向零售，直面消费者。

这种尝试也包括二手车销售。瓜子二手车平台大数据显示，2022年金九银十期间，线上二手车交易同比高速增长。其中，新能源二手车交易量同比增长超过4倍，占比超过7%。这一数据远超国内汽车保有量中新能源汽车的渗透率。

新颖的线上销售方式还出现在了网络直播平台。打开抖音，问界、哪吒、小鹏等新能源汽车品牌的直播间里互动对话飞速刷屏。直播数据分析平台蝉妈妈发布的《抖音汽车行业报告》显示，2022年7月抖音电商汽车行业销售额较2021年1月暴涨1802%。抖音电商汽车行业的曝光人群转化率、兴趣人群转化率均高于抖音电商大盘。

全国工商联汽车经销商商会常务会长吕伟民认为，单一销售方式并非市场需要，市场应该是多元化的，关键是让消费者能够方便、明明白白购车。在厂家直营的汽车新零售模式下，产品价格会变得透明，并有望进一步降低。通过直营模式，厂家将和用户、市场产生更直接的联系，能够更快响应用户和市场的变化。

服务方式实时化

过去，汽车销售完毕往往意味着服务告一段落，后续支持大都体现在保养和维修环节。如今，车企在整个研产供销服全链路都开始了新的探索。智能化趋势下，汽车服务变得无处不在，以软件“空中升级”为代表的后续服务让汽车销售更具活力和创造力。

蔚来汽车发布的“空中升级”三周年成绩单显示，蔚来在3年内共发布了68个版本，涉及182项功能新增、376项功能优化。这些软件升级优化涉及三电、辅助驾驶、车身控制、信息娱乐等重要领域，支持全车多达35个车辆电子控制单元更新，而蔚来

也在推出雪地驾驶模式等方面更多倾听了用户的声音。

在无人驾驶加持下，驾驶变得更安全、更舒适，也更具卖点。最近，百度旗下“萝卜快跑”获准在北京开展全无人自动驾驶示范应用。“萝卜快跑”此次共投入 10 辆全无人自动驾驶车，在北京经开区 60 平方公里范围内划定区域开展全无人自动驾驶示范应用。目前，百度研发的 Apollo L4 级自动驾驶运营测试里程累计超过 5000 万公里。“萝卜快跑”已在北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆等城市开展自动驾驶出行服务。

除了车辆性能，充电桩的布局也对新能源汽车的销售有重要影响。特斯拉进入中国市场早期，从重点城市开始加快布局充电桩就是其工作重心。为让充电更快捷，特斯拉还专门推出了超级充电桩，这也是特斯拉的主要卖点之一。到去年年底时，特斯拉在全国的超级充电桩已经达到了 1 万个。

如今，随着汽车销售与公共充电桩建设齐头并进，消费者“里程焦虑”逐渐释怀。以天津为例，国网天津电力建成充换电站 1160 座，充电桩 8949 个，“中心区 0.9 公里、市区 3 公里、郊区 5 公里”充电服务圈全面成型，这为新能源的销售与使用提供了极大便利。

为使新能源汽车使用更便捷，汽车制造商还推出了换电服务。例如，蔚来宣布 2023 年换电站建设目标，由原定新增 400 座提升至新增 1000 座，2023 年将累计建成超过 2300 座换电站，其中约 400 座为高速换电站。

跨界融合常态化

近几年，共创文化开始在汽车界流行开，汽车厂商全流程鼓励用户参与，可以根据需求提出建议，同时在销售端跨界融合日益常态化。共创使得汽车品牌更具人性化，也更符合电动化智能化时代的市场销售特点。

手机厂商小米公司宣布进入整车制造领域，其线下体验店也将成为其销售网络的重要环节。有消息称，小米未来计划加快线下手机体验店的建设规模和速度，其中包括对电动车产品的销售规划。

面对手机、汽车两大产业深度融合的新趋势，OPPO 提出了车机互融的系统解决方案——OPPO Carlink，并携手上汽集团打造车机互融领域行业标准“生态域”。OPPO Carlink 可以自动识别车主靠近并打开车门，实现提前打开车内的空调，或者打开音乐、播放视频等操作。当需要导航前往餐厅吃饭时，只需要手机上打开查找餐厅的软件，复制一下餐厅地址，手机就会通知汽车自动导航。

OPPO 高级副总裁、首席产品官刘作虎说：“未来我们将生活在一个智能设备无处不在的世界，智能设备之间不应该只是简单连接，而是互相融合，共同服务用户，实现万物互融。”智能化赋能新能源汽车正在变得更友好，更为广大消费者所接受。

跨界融合让汽车市场有了更广阔的天地。不久前，吉利商用车集团旗下远程汽车与货拉拉确立长期战略合作伙伴关系。早在 2017 年，交通运输部等部委联合发布了《关于组织开展城市绿色货运配送示范工程的通知》，明确了新能源物流车辆在国家物流体系中的发展方向、近期目标和具体措施。

在智能货运平台货拉拉上，新能源车辆的比例不断提升，拓宽了新能源车的销售渠道。以 2022 年 7 月的月活司机数量为参考，利用新能源货车跑单的司机占比达到 18%。其中，海口驾驶新能源车辆用户超过 80%，深圳、广州、成都驾驶新能源车辆的占比超过了 40%。

货拉拉方面认为，新能源货车的使用扩大了销售渠道，而且助力低碳发展。司机端也明显感受到利好，新能源货车明显的运营优势能够让货车司机拥有更低的驾驶成本、更好的驾驶体验及更广阔的路权，也更方便司机师傅开展运输业务。而且，新能源货车能够利用大数据、云平台等使车辆功能性更全面，将能源技术、物联网技术、信息化技术、互联网技术融于一体，提升整个物流行业的效率。

目前，我国新能源商用车整体渗透率不足 9%，新能源货车仅为 7% 左右。业内普遍认为，新能源商用车发展空间较大，这对汽车厂商而言同样是市场销售空间。

【国都策略视点】

■ 策略观点：国内经济温和复苏，中期美元步入下行周期

1、前两月经济温和恢复，消费与投资增速略好于预期。近日国家统计局公布 1-2 月投资 (+5.5%)、消费 (+3.5%)、工业 (+2.4%) 等经济数据，均由去年底疫情防控高峰期的负增长转为正增长，其中投资、消费增速好于预期值 3.3%、2.9%，工业增速弱于预期值 3.0%。概括来看，疫后经济恢复特征主要体现为“服务业消费需求回补快、房地产积压需求释放、基建投资保持较快增速、大件商品消费有待提振”等四大特征。结合此前已公布的社融信贷、企业中长期贷款、PMI、出口贸易等数据均强于预期，而 2 月进口贸易及 CPI 弱于预期，预计投资增速有望保持平稳、而商品消费愿意有待提振。

2、市场小幅上修一季度及全年经济增速，下半年消费与房地产投资为两大主要改善动力。疫后国内经济温和复苏、平稳开

局，尤其投资、消费恢复强于预期下，使得近日市场小幅上修 23Q1 我国实际 GDP 同比增速至 3.7%（22 年一季度增速 4.8% 基数最高），23 年第二、三、四季度的 GDP 同比增速预测值基本维持在 7.4%、4.9%、6.0% 不变，23 全年 GDP 同比增速目前一致预期 5.3%，位于政府工作报告预期目标值 5% 左右的上方。

22 年基数大幅波动效应下，23 年 Q1、Q2 的经济增速预计分别为全年的低点、高点。从市场对于 23Q3、Q4 消费、投资、工业的季度预测来看：消费增速 Q3 有望保持在 6% 附近、Q4 在低基数下再次反弹至 10% 以上；下半年投资增速有望稳定保持在 6.0-6.5% 区间，其中基建、制造业两大投资累计增速逐季回落至 Q3\Q4 末的 7.0%\6.0%、6.8%/4.0%，下半年固定资产投资增速保持稳定，主要得力于房地产投资增速的趋势改善，目前市场预期 Q3\Q4 末房地产投资累计同比降幅逐季收窄至 -4%、-3% 以内。

3、美元利率与汇率：短期或企稳甚至技术性小幅反弹，中期步入下行周期。近期受 SVB 事件影响，美元利率与汇率已双双快速回落至阶段低点；但随着美国监管机构的快速出手救助，美国中小银行业流动性压力舒缓，扩散传染为整个金融业流动性危机的风险下降，叠加年内美元利率保持峰值不动的指引，美元利率与汇率快速下行后，短期或企稳或技术性小幅反弹。然而，中期随着美元加息终点临近、高利率环境下美国金融业潜在流动性风险及美国经济放缓，届时美联储政策大概率将再度转向宽松开启降息（美联储指引 24 年降息 3 次共 75bp），因而中期内美元利率与汇率或进入下行周期，利于人民币兑美元汇率稳中有升及境外资金加大 A 股资产配置。

4、市场展望：熊末牛初转承阶段，指数温和反弹，先价值修复后成长启航。肇始于 21/2 大盘指数见顶回调至 22/10 年内二次探底，期间主要指数与行业调整幅度普遍达 35-40%，各板块调整时长在 1-2.5 年不等，对比前 20 年四轮大调整期的跌幅与时长，本轮 A 股调整程度已超过历次均值。过去两年 A 股的震荡下行，已对美元加息、疫情反复、地缘冲突、经济下行等四大压力因素消化殆尽，23 年预计为熊末牛初转承之年。

展望 23 年，以上四大压力因素有望缓和好转——美元加息已至尾声、疫情冲击即将作别、地缘冲突或将缓和、国内经济逐渐恢复，市场风险偏好或适度提升，公司业绩盈利将小幅反弹，有望共同驱动 A 股指数温和反弹。考虑 23 年 A 股整体业绩增速~10%，叠加风险偏好适度回暖下的估值弱修复，预计大盘指数温和反弹 15% 附近。

全年结构均衡轮动。考虑到 23 年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND, 国都证券）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上