

## 宏观点评 20230402

# 第二季度存量博弈如何破局？

2023年04月02日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 第一季度中国股市开了个好头，但复苏交易最终“虎头蛇尾”。如图 1 和 2 所示，1 月港股和 A 股在全球主要股市中名列前茅，周期板块表现不俗；但 2、3 月差强人意的经济数据和落空的政策预期，使得市场从宏观复苏逻辑下的增量普涨行情，回到存量资金的博弈行情，最终 AI 主题引领下 TMT 板块“脱颖而出”。到了三月底，面对有点虚高的 AI 概念，资金调仓下宏观复苏的交易又“蠢蠢欲动”，但也明显底气不足。

我们认为宏观经济的数据和逻辑在当前的投资中地位十分尴尬——不大超预期就是不及预期。我们判断第二季度全球市场的主线是：中国经济“稳健”+ 美联储政策更加友好 + 美欧衰退风险上升，在此背景下我们认为第二季度国内存量博弈的程度会有所缓解，存在三条值得关注的线索：以半导体为代表的数字经济高端制造板块；以民营经济和外资流入为线索的板块；业绩和外资支持下相关复苏板块的阶段性机会。

- 国内宏观经济的尴尬：“稳健”最鸡肋。对于当前市场边际影响最小的宏观经济解读，可能就是总体稳健、存在结构性亮点。比如 3 月公布的 1 至 2 月经济数据，比如周五公布的 PMI 数据。原因上我们认为主要是两个方面：一方面是缺乏全面、可靠的数据追踪体系，自上而下主要靠领导讲话引导，自下而上主要靠切身感受和区域性、行业性的调研，难以形成一致性认知；另一方面，可能更重要的是疫情三年，市场信心受到较大的冲击，没有“矫枉过正”的经济和政策很难快速恢复。

因此，我们认为缓解或是打破当前存量博弈局面的情形可能主要有三种：宏观经济好得大超预期，市场情绪全方位矫正；宏观经济大超预期的差，政策态度急转弯；或者外资增量资金成规模的流入（主要突出中国在经济和政策上的比较优势）。

我们认为就第二季度而言，第三种情形的可能性相对最高，尽管我们不温不火，但是海外的情况更差，而且一带一路的突破性进展也有望持续带来增量资金。当然潜在的风险在于面对高度不确定性的环境（金融、地缘），海外资金宁愿持有现金或者类现金资产、吃高利息（美国货币基金平均 7 天收益率在 4% 以上）。

- 第二季度全球市场主线：政策环境更友好，但 alpha 也更重要。我们在此前曾经提出过观察市场的三主线：中国经济和政策 + 美联储政策 + 美欧经济基本面。1 月的市场环境是中国强复苏（预期）+ 美联储转向（预期）+ 美欧软着陆甚至不着陆，因此全球市场情绪高涨，其中外资尤其偏好中国。与此相比，第二季度最鲜明的特点在于中国相对于海外的经济优势仍在，而美联储的政策态度也会更加缓和：

**中国经济和政策保持“稳健”：我们对经济的预期不如市场悲观，但是结构分化下也谈不上乐观：**服务业的持续复苏和基建施工加速会成为经济复苏的重要支柱，但处于主动去库存阶段的工业制造业动能继续放缓是大概率事件。这种组合之下，总量政策很难有超预期的“发挥”，解决结构性问题，使用结构性工具可能更合适。

**美联储进入类似“YCC”的状态，对市场更加友好：**在之前的报告《加息 25bp！美联储“躺”还是“卷”？》中，我们阐述了为了兼顾控通胀和金融稳定的需求，美联储更倾向于让 10 年期美债收益率在 3.3% 至 4% 之间震荡，并且 QT（缩表）的进程被打断。而第二季度我们很可能将迎来美联储本轮加息的终点，至于还有一次还是两次加息，对于短期市场波动有影响，但从季度维度讲则并不是那么重要。

**美欧经济衰退风险上升：银行业危机的爆发基本宣告市场“软着陆”幻想的破灭，**从路径上看政策紧缩 + 银行业冲击 = 信贷条件大幅收紧，历史上看信贷环境偏宽松才是软着陆的必要条件。

- 对于大类资产，上述组合意味着什么？如图所示，美联储的转变+衰退风险上升意味着长端美债收益率进入震荡行情，美股由杀估值转入杀业

### 相关研究

《3 月经济如何比 1、2 月“更好”？》

2023-03-31

《工业企业的“无利润”复苏？》

2023-03-28

绩，业绩稳健的股票会有明显的 alpha；中国经济相对表现更好，以及俄乌形势的缓和对于欧洲的正向作用更大，美元整体偏弱（但在重要数据和议息会议前后会有波动），资金会更偏好以中国为代表的新兴市场经济体；美债收益率的震荡，对于成长股的“杀伤力”下降。

■ **对于国内市场而言，第二季度重要的边际变化是行业政策发力和外资的流入。**总量政策谨慎、结构政策更加积极将是**第二季度政策重要的边际变化，结构性政策的关键词将是数字经济和民营经济**（包括外资企业）。此外，经过 2、3 月的犹豫，**在经济比较优势和政策继续大力支持对外开放的情况下，外资流入中国市场的规模很可能上升**，因此，我们认为**第二季度国内值得关注的市场主线**可能有以下三条：

■ **以半导体为代表的数字经济制造板块：等风来。**除了 AI 概念落地的角度外，周期、市场和政策三个角度都存在“顺风”的有利因素：周期上，**全球半导体周期已经接近于底部，作为前瞻指标的费城半导体指数已经率先反弹**，而且值得注意的是从历史上看，**经济衰退并非一定会导致半导体周期性复苏中断**，尤其是行业率先大跌的情况下。市场上，国内申万半导体指数在行情上涨上明显滞后，且估值明显也处于历史地位。政策上，2023 年以来中央对于数字经济和科技创新的支持政策层出不穷，**两会后各地方明显开始加大对于企业数字转型的支持力度**，例如河南郑州市颁布政策对加强数字化转型的企业给予补助和奖励，结合 2 月 27 日印发的《数字中国建设整体布局规划》中明确要求“将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考”，**我们预计第二季度将是相关政策的密集爆发期。**

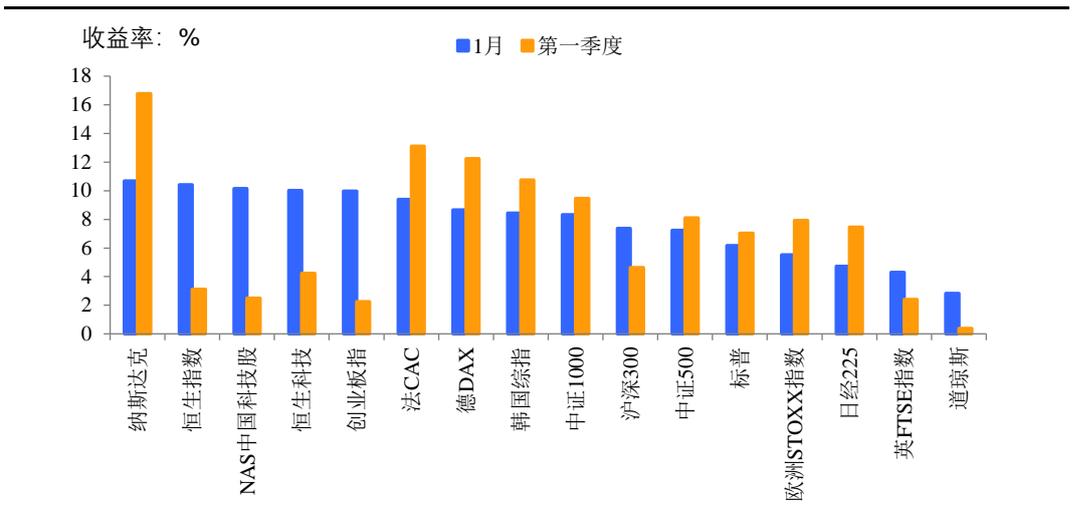
■ **民营经济：政策最大的边际变化。**与对数字经济一以贯之的支持不同，**自 2022 年中央经济工作会议以来对于民营经济的政策边际变化是最大的**。从总理到记者问明确表示**民营经济的发展环境会越来越好，发展空间会越来越大**，到 20 多个省市一把手密集调研民企，再到网信办铁腕维护企业家形象和马云回国、阿里分拆，**民营经济支持政策也会迎来“暖春”**，**民企相对估值的回升可能是重要的逻辑，可以关注此前估值受监管压制影响大的企业，如部分港股互联网股，以及民企+数字经济方向。**

除此之外，对于开放的支持力度业和政策表态也越来越坚决（例如近期召开的中国发展高层论坛，博鳌论坛），**外资很可能在第二季度重新加大对于中国的投资，民企+外资偏好也值得注意。**

■ **复苏：阶段性+结构性+外资助力（可能）。**尽管整体经济不温不火，但我们预计**出行相关服务、基建施工、地产竣工**会是三个表现可能超预期的领域，鉴于外资通常对于国内的 TMT 板块较为谨慎，食品饮料（白酒）、家电（地产后周期）、医药和建筑建材等板块可能存在阶段性机会，不过外资可能更加关注个股（市值大、分红高、估值低），**这一主线相较前两个在可持续性和弹性上都会更弱。**

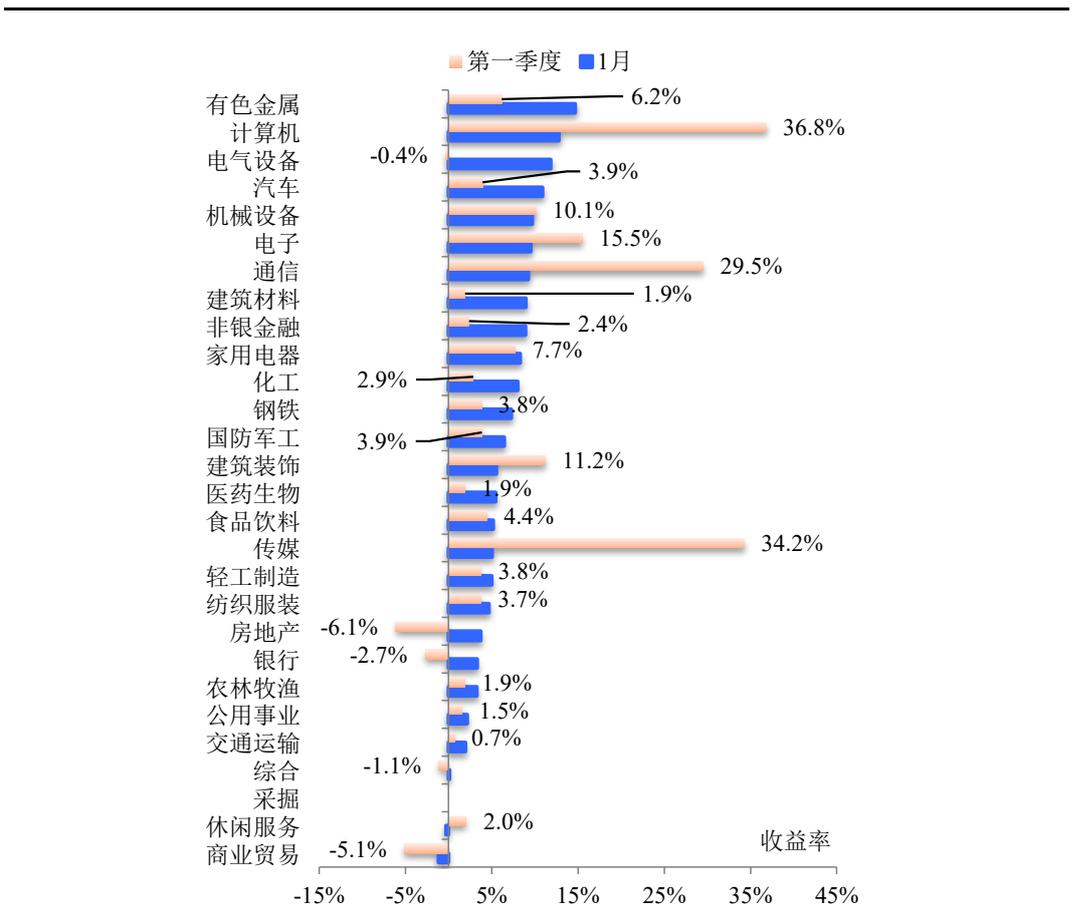
**风险提示：**毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 2023年1月和第一季度全球主要权益市场表现



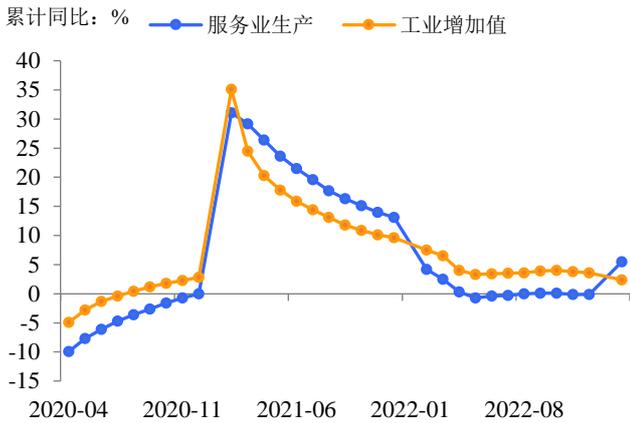
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年1月和第一季度A股主要行业的表现



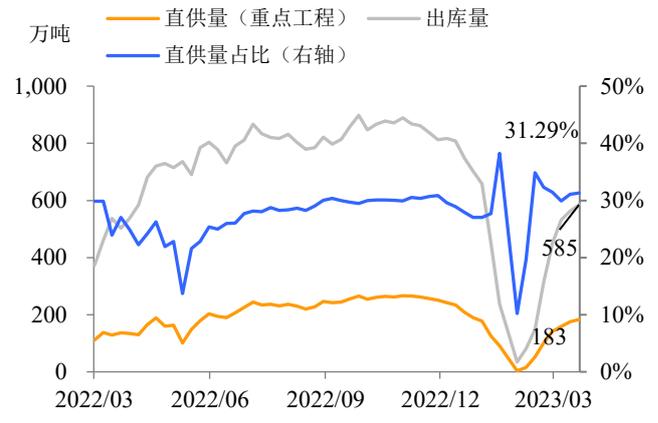
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：工业和服务业的分化仍会持续



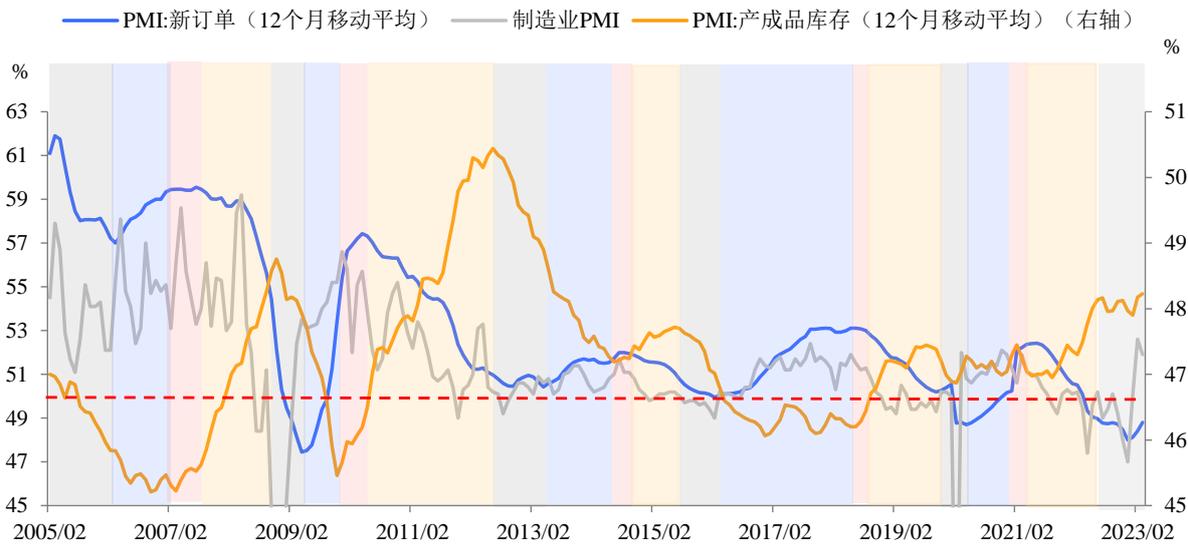
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：从水泥出库量和直供量看：项目工程施工较好



数据来源：Wind, 百年建筑网, 东吴证券研究所

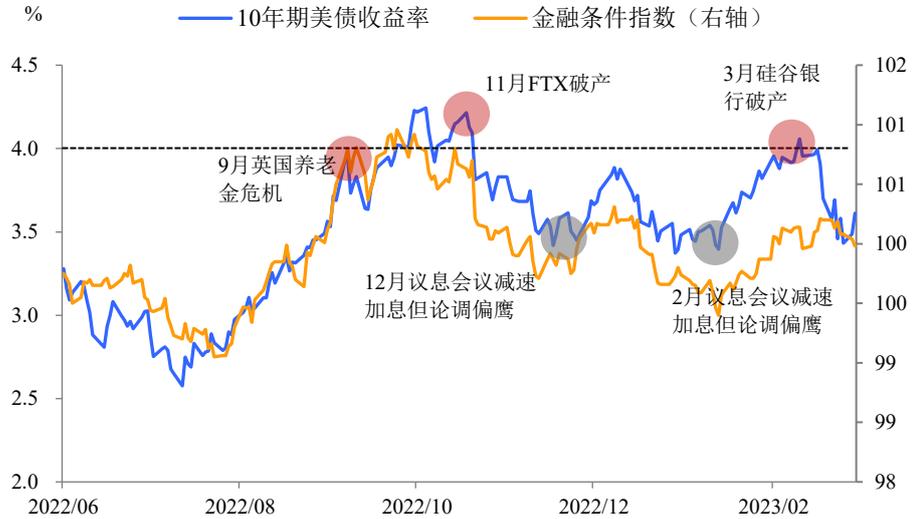
图5：当前处于中国经济整体处于主动去库存阶段，制造业动能很可能进一步放缓



注：红色阴影表示“主动补库存”，橙色阴影表示“被动补库存”，灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表“被动去库存”。

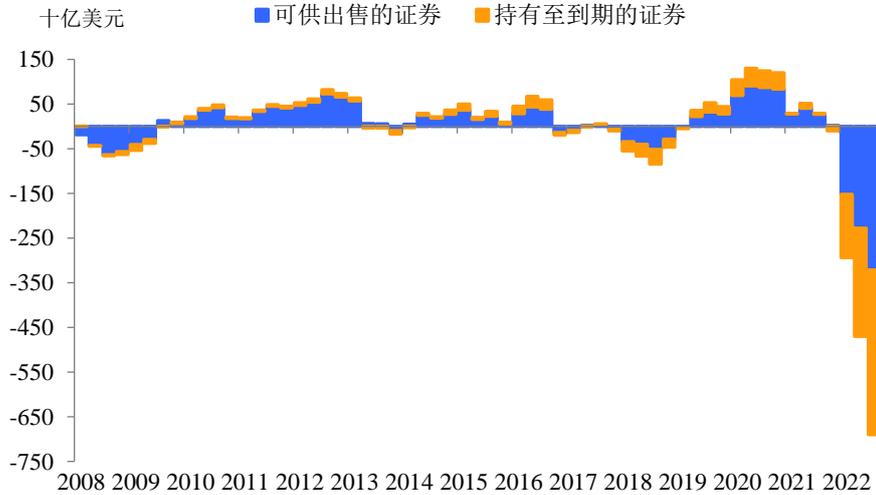
数据来源：Wind, 东吴证券研究所绘制

图6: 10年期美债将会进入YCC阶段



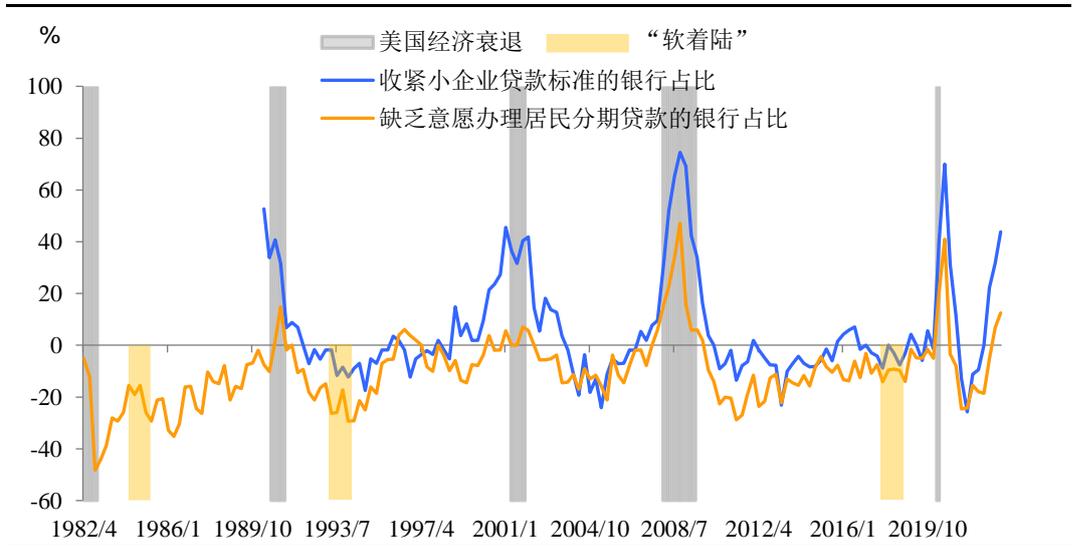
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国银行业的账面未实现证券投资损失



数据来源: FDIC, 东吴证券研究所

图8: 美国信贷条件将进一步收紧, 这很可能将导致衰退



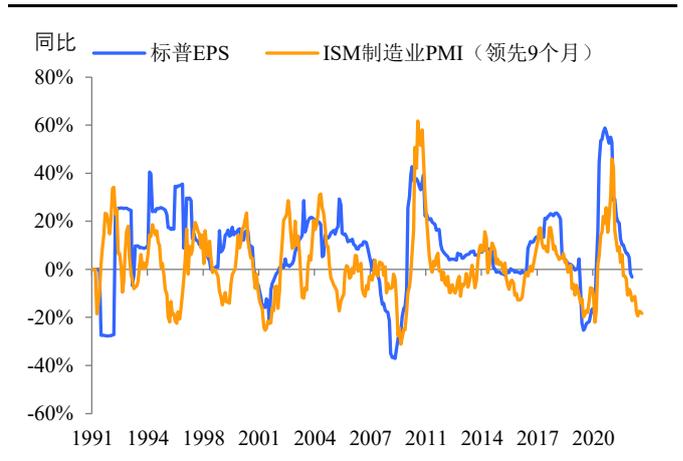
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 美股杀估值可能将告一段落



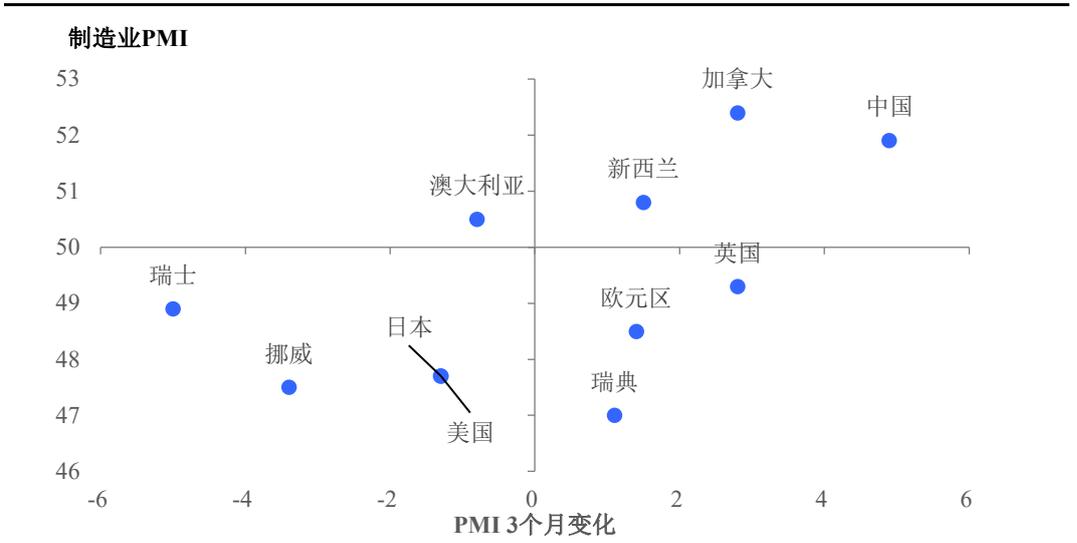
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 美股的业绩将面临压力



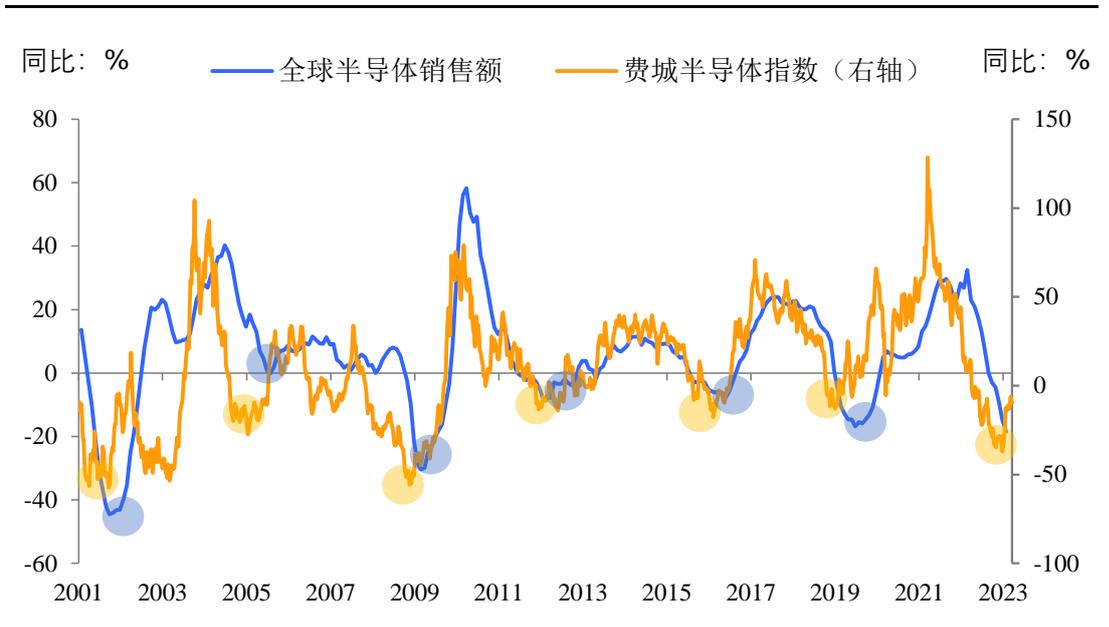
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 经济状况: 中国>欧洲>美国



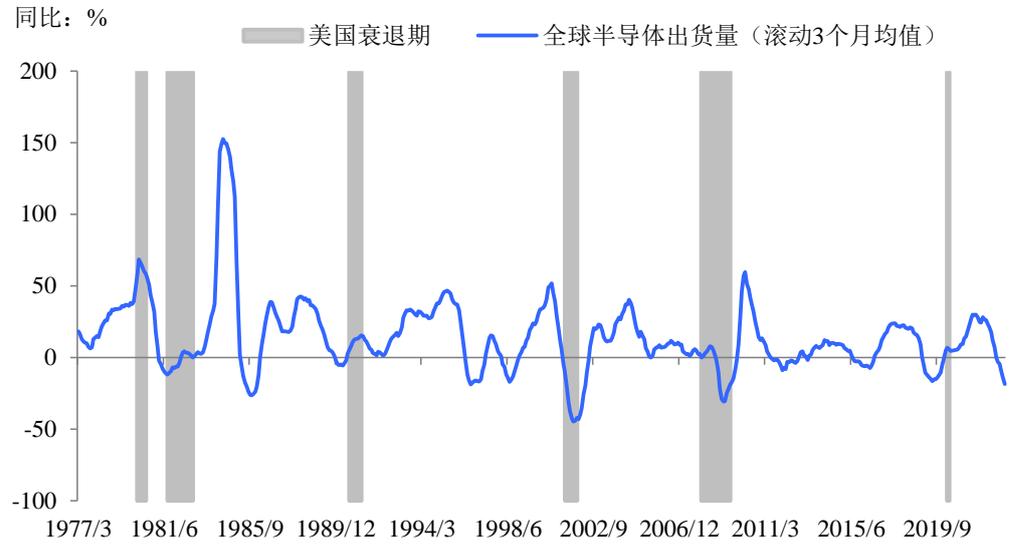
注: 使用各主要经济体 2 月或 3 月最新可得 PMI 数据。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 全球半导体周期可能接近底部了



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 美国衰退并不一定阻碍半导体复苏



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 国内半导体行业相对滞后



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 国内半导体行业估值依旧较低



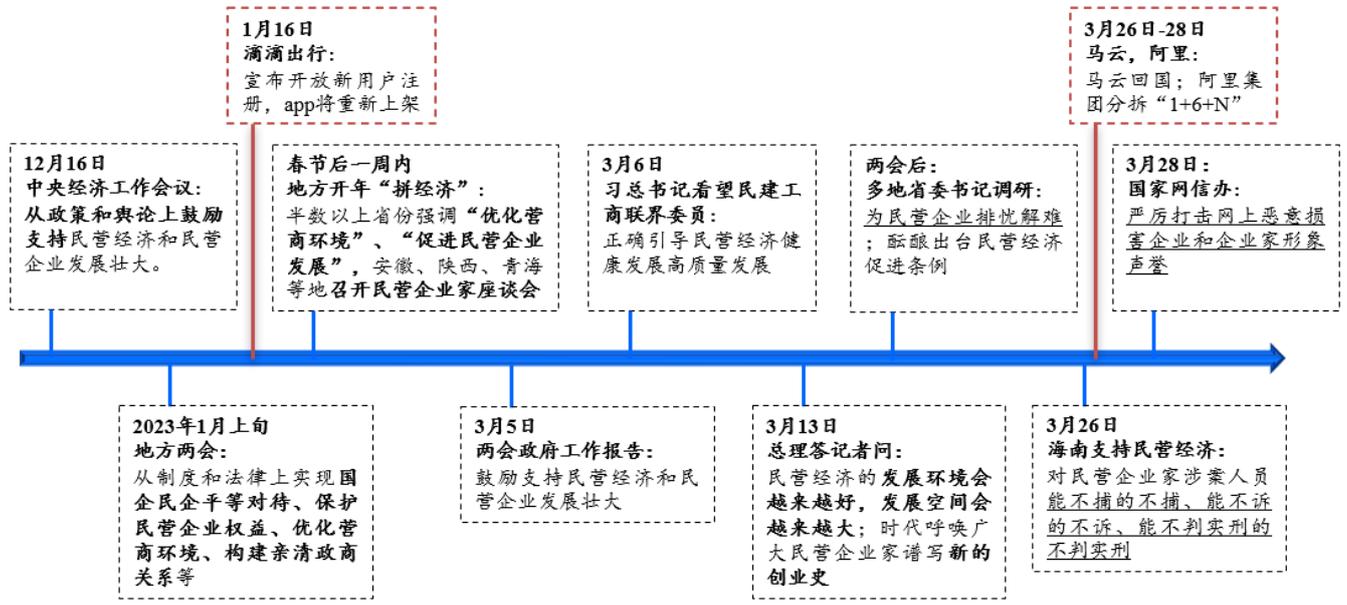
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16：地方政策上更加注重将民营经济和数字经济的结合

省市	时间	文件名	内容
辽宁省大连市	2023/3/30	《关于建立民营经济健康发展服务保障机制的实施意见》	出台依法加强对民营企业权益的司法保护力度、全面实行市场准入负面清单制度等19项举措， <b>持续优化民营经济发展环境。</b>
山西省	2023/3/30	《向民间资本推介项目长效机制》	向民间资本推介项目工作是切实拓宽发展空间、优化营商环境、服务民营经济高质量发展的具体实践，充分彰显了省委、省政府对民营企业的关心厚爱和扶持支持。 <b>将引导制造业民间投资转型升级，推动民营企业实施数字化智能化改造、绿色低碳转型等技改提质项目。</b>
河南省郑州市	2023/3/29	《关于支持民营经济高质量发展的实施意见》	《实施意见》配套提出开展“七大专项”行动， <b>落实30条支持举措，包括加快数字化转型，对智能制造新建或改造项目，按照智能制造设备及软件投资额的20%给予补助。</b> 对获评省级、国家级两化融合、智能制造等试点示范的，给予30到300万元奖励等。
海南省	2023/3/28	《关于支持民营经济发展的若干措施》	<b>要持续优化民营经济发展环境。</b> 包括鼓励市县为专精特新中小企业提供技术创新、数字化智能化改造等服务；贯彻落实少捕慎诉慎押刑事司法政策， <b>对民营企业涉案人员能不捕的不捕、能不诉的不诉、能不判实刑的不判实刑，能继续羁押的及时予以释放或变更强制措施；</b> 将支持和鼓励民营经济发展相关指标纳入全省各级国民经济和社会发展规划以及市县高质量发展综合绩效评价等举措。
江苏省盐城市	2023/3/27	《盐城市支持民营经济高质量发展的若干政策措施》	进一步提振民营企业扎根盐城信心，更好激发民营经济创新创业创造活力， <b>引导民营企业家在推进中国式现代化盐城新实践中展现更大作为、发挥更大作用。</b> 包括 <b>促进民营企业数字化转型</b> ，对建成国家级智能制造示范工厂、工业互联网试点示范、制造业与互联网融合发展示范试点的企业等措施。
福建省	2023/3/24	《关于进一步推动多层次金融市场建设服务福建经济高质量发展的指导意见》	从加强债券融资支持、创新发展区域票据市场、大力培育市场主体等六方面，提出16条措施意见，推动市场主体更好利用金融市场资源服务福建经济高质量发展。 <b>鼓励金融机构围绕绿色产业、科技创新、民营企业等重点领域，加大发债需求摸排和对接力度，加强债券产品创新，扩大发债规模。</b>
宁夏省银川市	2023/3/24	《关于全力打造更好更优服务环境助力企业高质量发展的若干措施》	全力打造更好更优服务环境、助力企业高质量发展的若干措施，从提标政务服务、提质要素保障、提效法治护航、提升社会认同4个方面制定20条具体措施， <b>进一步优化营商环境、提升服务效能。</b> 包括 <b>支持企业创新发展，实施企业创新能力提升计划，编制科技创新产品推广示范目录等措施。</b>
辽宁省沈阳市	2023/3/22	《沈阳市促进民营经济高质量发展若干政策措施》	围绕 <b>推动民营企业转型升级、支持民营企业创新发展、降低民营企业生产经营成本、强化民营企业金融服务、鼓励民营企业开拓市场、优化民营经济发展环境</b> 等六个方面，出台政策36条。这些政策在制定过程中，注重提升政策含金量，切实加大政策支持力度，确保企业得到真金白银实惠。
河北省	2023/3/21	《促进民营经济发展的若干措施》	充分发挥市场监管职能作用， <b>推动营商环境持续改善</b> ，促进我省民营经济健康发展。包括支持科技型民营企业为其核心专利技术投保，运用专利权获得质押贷款，防范知识产权风险等措施。
广东省	2023/3/16	《广东省进一步加大力度支持民间投资发展的实施方案》	支持民间投资参与国家和省重大工程项目建设，引导民间投资积极参与乡村振兴， <b>推动民营经济健康发展。</b> 要依法维护民营企业产权和企业家权益，及时为民营企业排忧解难。推动民间投资项目加快实施，促进民营经济发展壮大。

数据来源：各地方政府网站，东吴证券研究所

图17: 2022年12月以来中央经济工作会议以来民营经济的政策和重要事项



数据来源: 中国政府网, 新华网, 东吴证券研究所

图18: 中国民企和国企的相对估值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

