

# 外乱内稳，聚焦内需

## ——A股2023年二季度投资策略

**证券分析师：**

朱斌 执业证书编号：S0210522050001

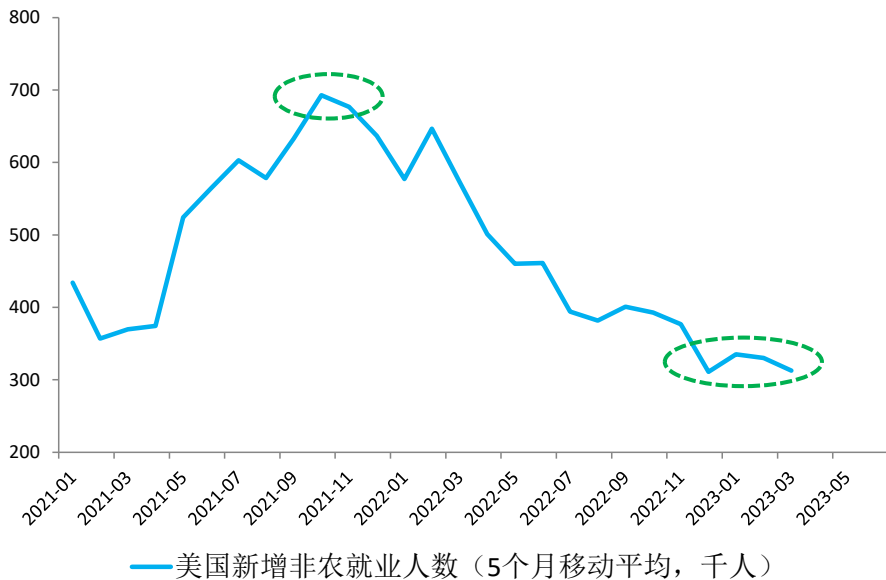
- **海外经济：**美联储的纠结时刻；通胀仍在高位、金融危机若隐若现，“加息or不加息”，考验美联储定力。
- **中国经济：**复苏韧性逐步显现；一季度的经济数据有望持续超预期，待市场确认。
- **资本市场：**
  - **大势上，聚焦内需；**与中国经济复苏相关性高的资产震荡走高，与美国经济景气相关性高的资产震荡走低；
  - **节奏上，**随着美元阶段性走弱与中国经济韧性被认知，市场有望开启一轮上涨；后续若海外金融危机持续发酵，可能会让市场再次回落；
  - **行业上，聚焦内需，**关注与经济修复相关的**银行、保险、基建（新老基建）、消费**等价值板块；关注相对低位同时也受益于内需修复的**半导体、信创、军工**等成长板块，此外回调多时的**新能源**板块可以关注数字经济相关的工控子板块。
- **风险提示：**美欧金融危机；中国经济复苏不及预期；地缘政治冲突超预期。

- 海外经济：美联储的纠结时刻
- 中国经济：复苏韧性逐步显现
- 资本市场：价值成长紧贴内需
- 风险提示：美欧金融危机；中国经济复苏不及预期；地缘政治冲突超预期

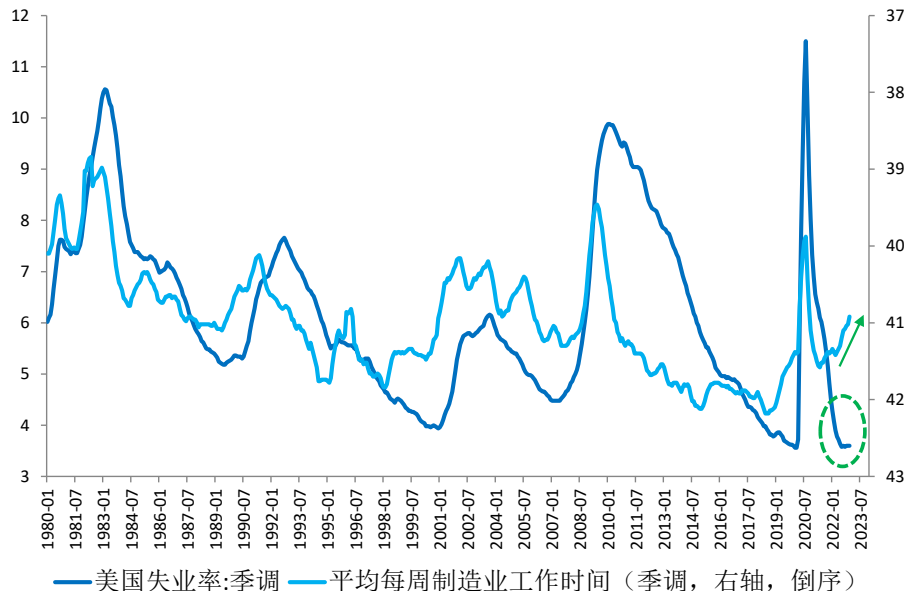
- **加息强弩之末**（失业率还在低位，这是美联储加息**最后的底气**）
- **经济持续衰退**（当前先是软着陆，后续有**硬着陆**的风险）
- **危机已现端倪**（硅谷银行、签名银行、瑞士信贷的危机，或许是“厨房里的第一只蟑螂”）
- **美元确立趋势**（会有阶段性反弹，但大趋势将走弱）

- 1月美国非农就业人数预期18.5万人，前值22.3万人，实际**51.7万人**；2月份预期20.5万人，实际**31.1万人**，皆大超预期；3月份预期23.9万人，实际**23.6万人**，与预期基本持平，但也保持高位同时失业率在低位徘徊，1月份3.4%、2月份3.6%、3月份3.5%。

## 美国非农就业人数低位企稳

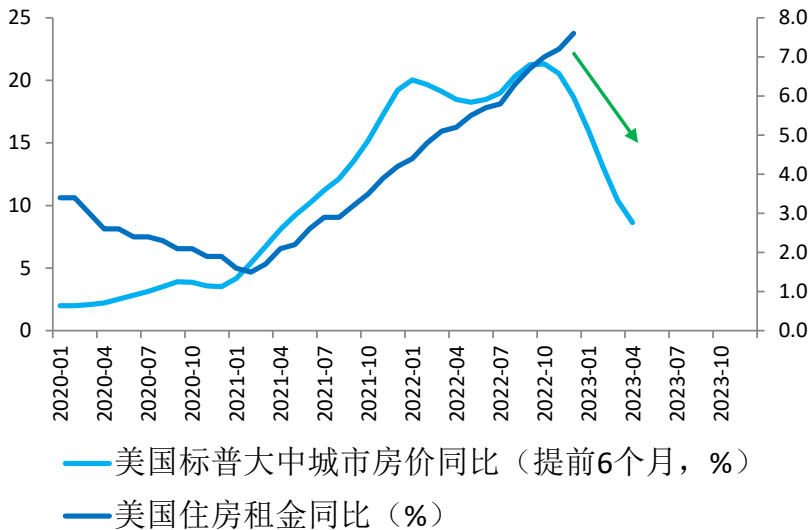


## 美国失业率仍然在低位徘徊

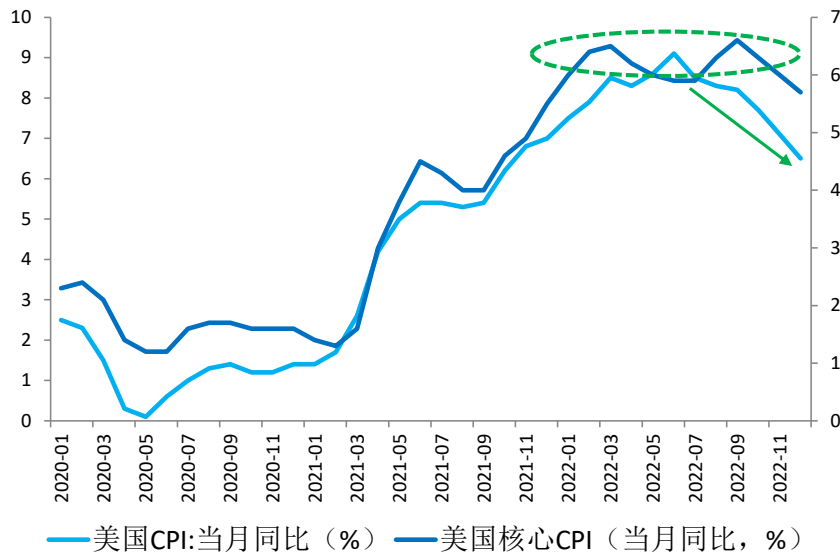


- 从通胀数据来看，美国1月份CPI为**6.4%**，前值6.5%，预期6.2%；2月份CPI为6%，预期6%。虽然美国通胀按照预期下行，但仍然在高位徘徊。

## 美国房租的前瞻指标房价大幅度下行



## 美国通胀头部已经出现，但仍在高位



资料来源：Wind，华福证券研究所整理

## 美国CPI各个分项变化

分项	环比增速（季调）					同比增速（非季调）				
	2022.10	2022.11	2022.12	2023.01	2023.02	2022.10	2022.11	2022.12	2023.01	2023.02
食品和饮料	0.70%	0.60%	0.50%	0.50%	0.30%	10.60%	10.30%	10.10%	9.90%	9.20%
住房	0.60%	0.50%	0.70%	0.80%	0.50%	7.90%	7.80%	8.10%	8.20%	8.20%
服饰	-0.20%	0.10%	0.20%	0.80%	0.80%	4.10%	3.60%	2.90%	3.10%	3.30%
交通工具	0.70%	-0.70%	-1.60%	0.40%	0.20%	11.20%	7.80%	3.90%	3.80%	2.60%
医疗	-0.30%	-0.40%	0.30%	-0.40%	-0.50%	5.00%	4.20%	4.00%	3.10%	2.30%
娱乐	0.80%	0.50%	0.20%	0.50%	0.90%	4.10%	4.70%	5.10%	4.80%	5.00%
教育与通信	0.00%	0.70%	0.10%	0.40%	0.10%	0.00%	0.70%	0.70%	1.00%	1.00%
其他商品和服务	0.50%	0.70%	-0.10%	0.60%	0.90%	6.50%	7.00%	6.40%	6.20%	6.10%

资料来源：Wind，华福证券研究所整理

## 美国通胀权重调整

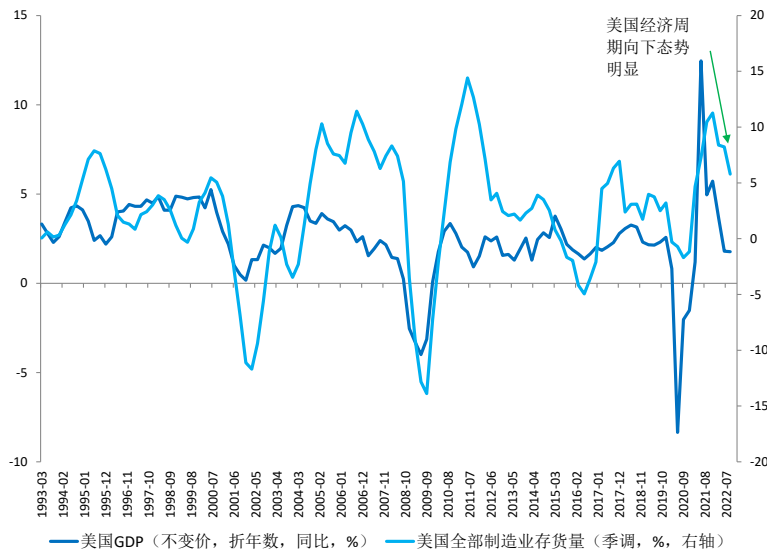
CPI分项	2023权重（%）	2022权重（%）
食品和饮料	14.38	14.26
住房	44.38	42.36
服饰	2.48	2.46
交通工具	16.74	18.18
医疗	8.11	8.49
娱乐	5.39	5.11
教育与通信	5.85	6.41
其他商品和服务	2.68	2.74

**1、美国通胀支撑重要因素之一的薪资增长仍有较强韧性。**2月平均时薪同比增长4.6%，低于预期4.8%，但高于前值4.4%，反映出劳动力市场薪资上涨压力仍存。

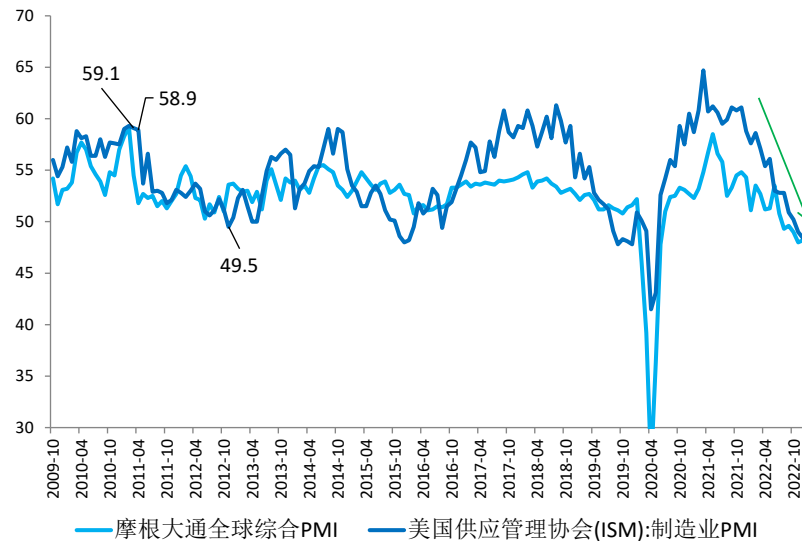
**2、从薪资增长结构上看，“制造业回归”战略后，美国制造业商品价格开始取代服务业价格成为通胀韧性的主要原因之一。**其中，商品生产薪资环比走强，1月环比增速为0.39%，前值为增0.33%。而服务业薪资环比回落，1月环比增速为0.27%，前值为增0.40%。



## 美国经济前瞻指标制造业存货增速快速下降



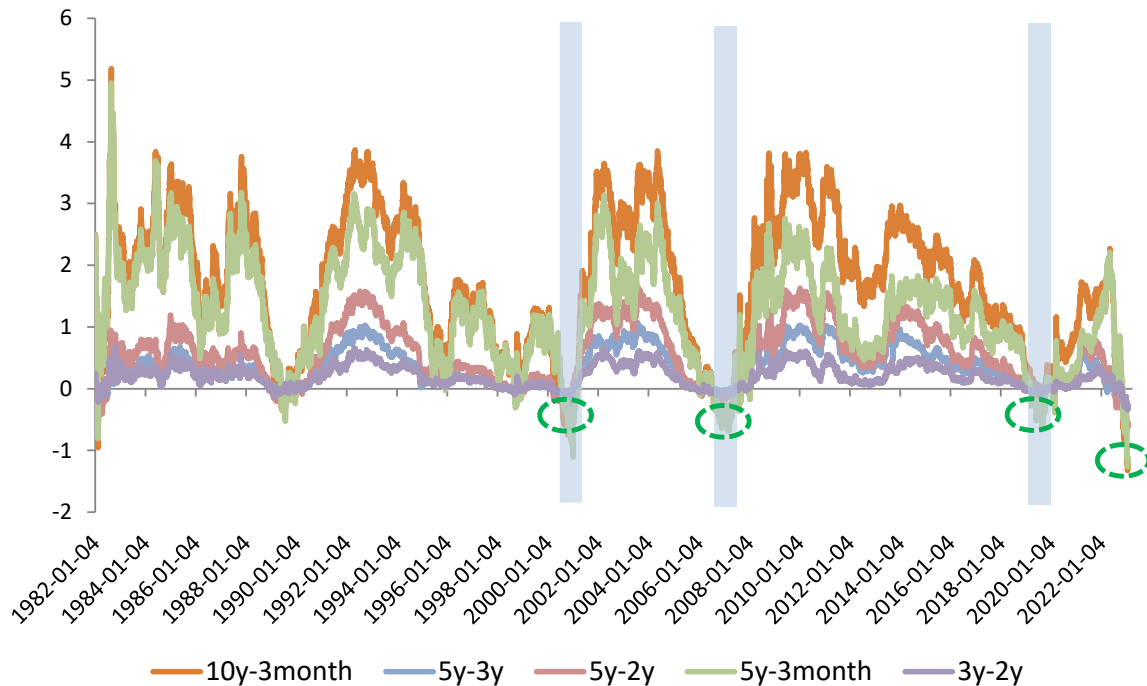
## 美国PMI在大幅度加息下快速下行



资料来源：Wind，华福证券研究所整理

- 1、硅谷银行、签名银行、瑞士信贷：**可能是“厨房里的第一只蟑螂”
- 2、更多的银行存在风险：**《华尔街日报》3月17日报道，最新研究显示，美国目前有多达186家银行有可能存在与硅谷银行类似的风险。据央视新闻3月19日报道，美国联邦储蓄保险公司前主席谢拉·拜尔在接受美国媒体采访时警告称，美国银行系统目前正处于“贝尔斯登时刻”。

- 美债期限利差一直处于明显负值，美国经济有可能**先软着陆**，但未来存在着**爆发危机**的可能性。



- 在短短二个月的时间里，美联储加息的概率发生了巨大的变化。
- 美元指数可能会在美联储最后几次加息中阶段性走强，但整体大趋势将走弱。

## 最新美联储加息概率

目标利率	5月加息概率				
	现在	2023/4/10	2023/4/4	2023/3/10	2023/2/15
475-500 (当前)	32.2%	27.8%	55.2%	0.0%	19.5%
500-525	67.8%	72.2%	44.8%	57.4%	71.0%
525-550	0.0%	0.0%	0.0%	41.0%	9.5%
550-575	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%

更新时间  
2023/4/11

## 大趋势走弱，但会有阶段性反弹



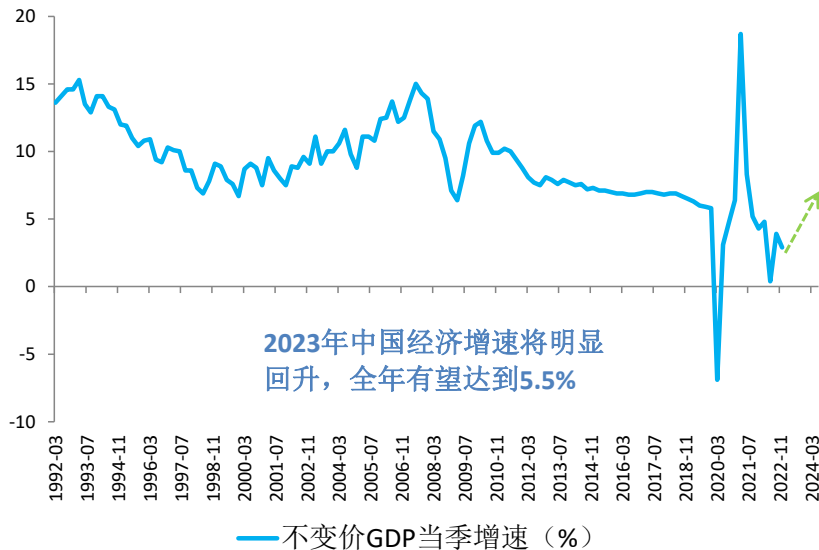
小结：

- 1、美国通胀仍然高位运行，继续加息有必要；
- 2、银行风险事件的不断暴露，加息有可能触发更大的危机；
- 3、处理得好，美国经济软着陆，处理不好，美国金融危机。

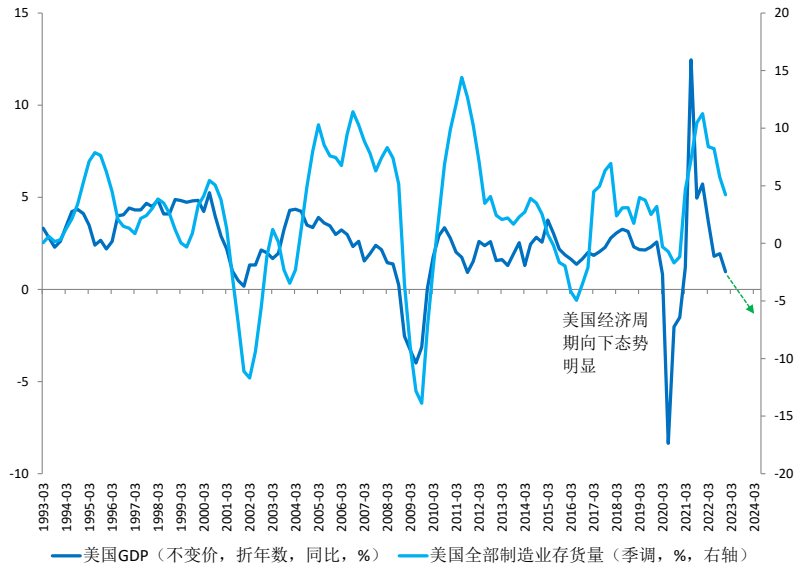
- 海外经济：美联储的纠结时刻
- 中国经济：复苏韧性逐步显现
- 资本市场：价值成长紧贴内需
- 风险提示：美欧金融危机；中国经济复苏不及预期；地缘政治冲突超预期

- “中强美弱”：中国经济平稳复苏，内生动力与政策助力**双管齐下**；美联储结束加息，**美元指数**下行探底，**美国经济**持续衰退

## 2023年中国GDP增速有望显著回升



## 2023年美国GDP增速继续震荡下行



资料来源：Wind，华福证券研究所整理

- 最新出炉的二月份经济数据，基本上主要数据都**大超预期**。

指标	202302F	202302	202301
GDP:当季(%)	--	--	--
GDP:累计(%)	--	--	--
CPI(%)	1.8	1.0	2.1
PPI(%)	-1.3	-1.4	-0.8
工业增加值(%)	3.0	18.8	-9.8
固定资产投资:累计(%)	3.3	5.5	--
固定资产投资:制造业:累计(%)	6.2	8.1	--
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	9.7	12.2	--
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-10.0	-5.7	--
社会消费品零售(%)	2.9	3.5	--
进口(%)	-3.8	--	--
出口(%)	-8.3	--	--
贸易差额(亿美元)	638.8	--	--
M2(%)	12.3	12.9	12.6
人民币贷款:新增(亿元)	14,346.1	18,100.0	49,000.0
人民币贷款(%)	11.4	11.6	11.3
社会融资规模:新增(亿元)	20,766.7	31,600.0	59,840.0
社会融资规模存量(%)	9.8	9.9	9.4
1年期存款利率(%)	--	1.5	1.5
1年期贷款利率(%)	--	4.3	4.3
美元/人民币	6.7	7.0	6.8
中国制造业采购经理指数(PMI)	50.5	52.6	50.1
城镇调查失业率(%)	5.4	5.6	5.5



- “中强美弱”：美元指数震荡探底，人民币汇率震荡筑顶

## 美元指数震荡探底，有望触及95一线

美元指数



## 人民币汇率有望震荡筑顶，探及6.4一线



资料来源：Wind，华福证券研究所整理

## ➤ 政策目标由“动态清零”转向“经济建设”

- “推动经济运行整体好转”

## ➤ 20大确立了未来中长期经济增速目标

- 20大重申：“**2035年基本实现社会主义现代化**”
- 2035年远景目标的要求：如果2035年中国要达到那时候的中等发达国家收入水平，考虑到未来13年其它国家经济也在增长（中等发达国家2023年人均GDP已经达到2.3万美元），则从2023年开始，中国**大概率**需要达到**年均5.2%以上**的GDP增速。
- 同时，未来13年，GDP增速有望前高后低，2023年实现5.5%以上的GDP增速，**概率极大**。

序号	时间	政策事件	核心要点
1	2022年12月	中央经济工作会议	当前经济：需求收缩、供给冲击、预期转弱；明年经济：有望总体回升。 工作要求：扩大内需与供给侧改革有机结合；做好稳增长、稳就业、稳物价。 政策基调：稳字当头、稳中求进；加大宏观政策调控力度。 积极的财政政策要加力提效（去年为提升效能）； 稳健的货币政策要精准有力（去年为灵活适度）。
2	2023-01-04	央行工作会议	建设现代中央银行制度，大力提振市场信心，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作； 推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。
3	2023-01-20	产业司组织召开传统产业智能化发展专题研讨会	加快建设现代化产业体系，推动传统产业转型升级和制造业智能化发展，
4	2023-02-01	习近平主持中共中央政治局第二次集体学习并发表重要讲话	本次会议主要包括供需结构、科技创新、现代产业体系、区域协调发展和改革开放五方面， 释放三大投资机遇。
5	2023-02-02	中国证监会召开2023年系统工作会议	一要稳步提高直接融资比重。 二要推动培育体现高质量发展要求的上市公司群体。 三要推动提升估值定价科学性有效性。 四要进一步健全资本市场风险防控长效机制。 五要更好保护中小投资者合法权益。 六要加快打造“治理、生态、文化”三位一体的资本市场软实力。
6	2023-02-07	习近平在学习贯彻党的二十大精神研讨班开班式上发表重要讲话	本次会议是二十大结束后，对中国式现代化这一大会核心要义做的进一步阐述，对中国式现代化的内涵和外延都做了进一步丰富，对指导未来经济发展建设具有重要意义。
7	2023年3月	政府工作报告	经济指标：GDP：5%左右；CPI：3%左右；就业：1200万人左右。 财政方面：加力提效；赤字率：3%；完善税费优惠政策。 货币政策：精准有力；M2与社融与名义GDP增速匹配。

资料来源：各政府部门网站，华福证券研究所整理

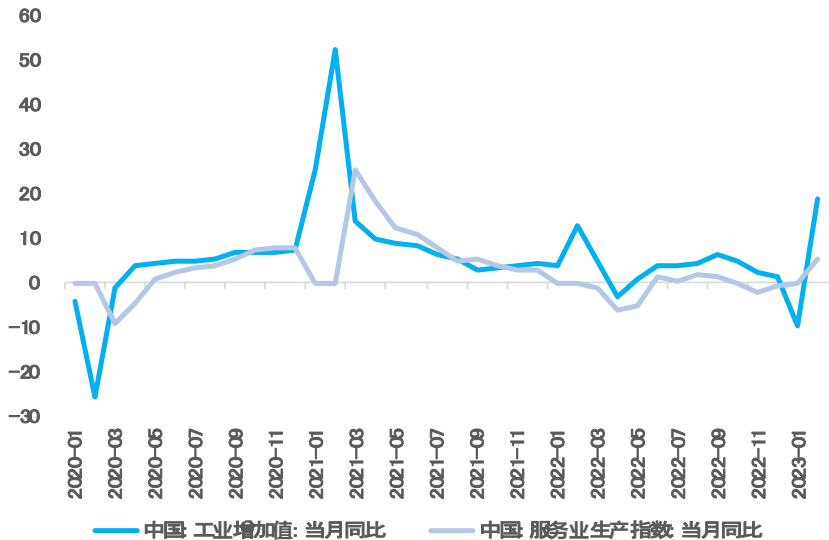
序号	时间	政策事件	核心要点
8	2023-01-04	李克强主持 召开国常会	民生保障：部署进一步做好重要民生商品和能源保供稳价等工作；保障群众生活和企业生产需求等。
9	2023-01-28		稳增长：要求持续抓实当前经济社会发展工作；推动经济运行在年初稳步回升等。
10	2023-02-22		稳增长：听取全国两会建议提案办理情况汇报；部署做好今年全国两会听取代表和委员意见建议工作等。
11	2023-02-02	李克强考察人民银行、 外汇管理局 并主持召开座谈会	加大金融对扩大内需、优化结构的支持；进一步发挥金融支持宏观经济稳定作用 持续提升金融服务实体经济水平
12	2023-03-13	李强总理 出席记者会	李强总理的记者会“首秀”备受关注：从新一届政府的施政目标和工作重点，到提信心、稳增长、拼经济如何推进，李强总理展现在世人面前的，是一个注重实干的大国总理形象。
13	2023-03-14	李强主持 召开国常会	机构改革：研究国务院机构设置有关工作 讨论《国务院工作规则（修订稿）》；新一届国务院开始全面履职。
14	2023-03-17	李强主持召开国务院第 一次全体会议	要把发展经济的着力点放在实体经济上，打好关键核心技术攻坚战，加快建设现代化产业体系。要进一步深化改革开放，谋划实施新一轮国有企业改革，促进民营经济发展壮大，稳住外贸外资基本盘。
15	2023-03-17	央行货币 政策操作	全面下调存款准备金率：中国人民银行决定于2023年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）。
16	2023-02-15		MLF超量续作央行今日进行4990亿元一年期MLF操作，利率持稳于2.75%。今日有3000亿元MLF到期。
17	2023-01-29		结构性货币政策工具：延续实施碳减排支持工具等三项结构性货币政策工具
18	2023-01-16		为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展7790亿元MLF操作，中标利率2.75%，持平上次，1月17日有7000亿元MLF到期。

序号	时间	政策事件	核心要点
19	2023-03-14	中国工信部	加快5G、工业互联网等新型信息基础设施建设和应用，壮大数字经济核心产业，推动集成电路、工业软件产业高质量发展。
20	2023-03-15	中国人民银行党委的扩大会议	一是坚定不移推动高质量发展。精准有力实施稳健的货币政策，把握好信贷投放节奏，保持货币信贷总量合理增长，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作。建设现代中央银行制度，深化改革开放，健全绿色金融体系，全面提升金融服务管理水平。 二是坚持“两个毫不动摇”。引导金融机构切实加强和改进金融服务，加大对民营小微企业支持力度，进一步解决好民营小微企业融资问题。继续推进民营企业债券融资支持工具，支持民营企业合理债券融资需求。 三是持续防范化解金融风险。坚持底线思维，织密金融安全网，强化金融稳定保障体系建设，完善应急处置预案，维护金融市场和金融基础设施平稳运行，牢牢守住不发生系统性风险的底线。坚持“房住不炒”定位，推动房地产市场平稳健康发展。
21	2023-03-16	证监会党委（扩大）会议	，助力深化国资国企改革，进一步发挥资本市场支持民营企业融资成长的重要作用，着力提升服务的精准性和直达力，让民营企业更有获得感。
22	2023-03-16	党和国家机构改革方案	金融监管：组建中央金融委员会及中央金融工作委员会； 港澳管治：组建中央港澳工作办公室； 基层治理：组建中央社会工作部； 人民民主：组建全国人大常委会代表工作委员会。 重点突破的领域：一是大力发展数字经济，组建国家数据局；二是加强基础研究与科技创新，重组科学技术部；三是深化金融体制改革，组建金融监督管理总局。在类似双峰监管的模式下，针对金融机构的行为监管和审慎监管的成效有望被进一步加强。
23	2023-03-16	国务院国资委党委发表《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》	未来将更大力度布局前瞻性战略性新兴产业。加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短板强弱项，促进支撑国家算力的相关产业发展，推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级。此外，还强调指出提升国有控股上市公司质量，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产等重磅内容。
24	2023-03-19	中共中央办公厅印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》	其中提到，在全党大兴调查研究，要结合实际确定调研内容。主要涉及12个方面，深刻阐明了调查研究的极端重要性，为全调查研究、做好各项工作提供了根本遵循。

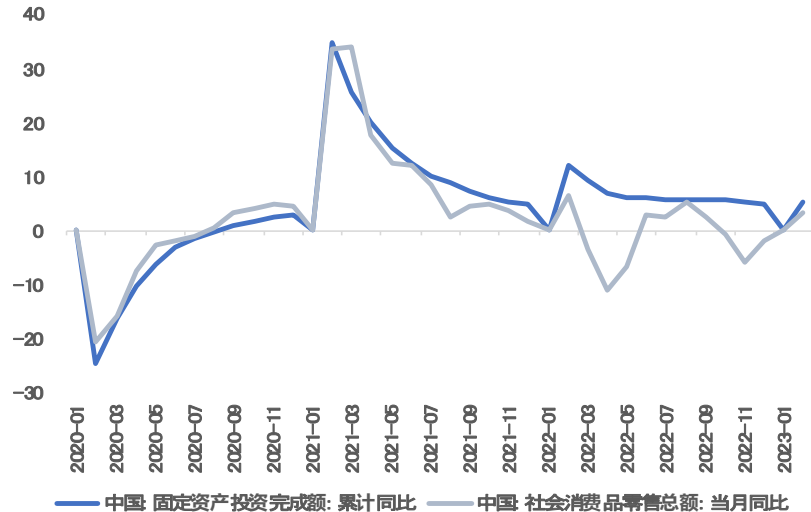
更新时间：2023年3月19日

- 1-2月国民经济数据显示，经济企稳回升态势明显。
- 整体看，国民经济生产需求明显改善，就业物价总体稳定，市场预期加快好转。

## 1-2月工业生产恢复加快、服务业明显回升



## 1-2月固定资产投资稳定、增长市场销售转增

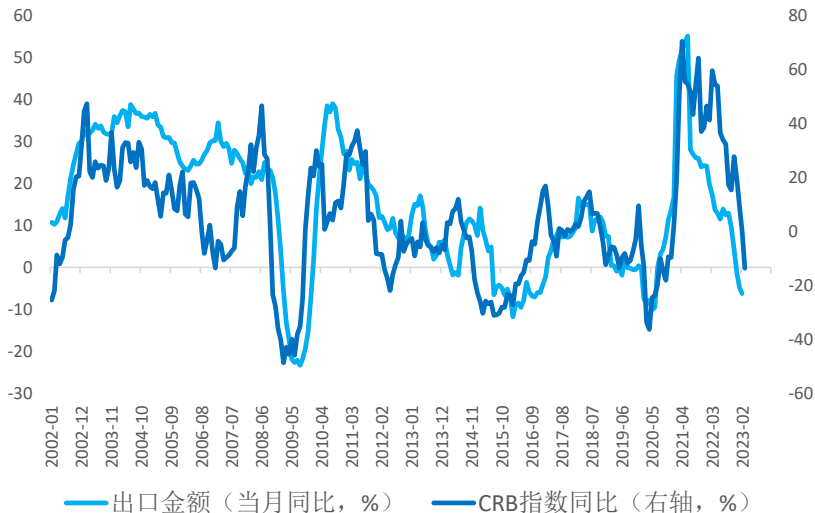


资料来源: Wind, 华福证券研究所整理

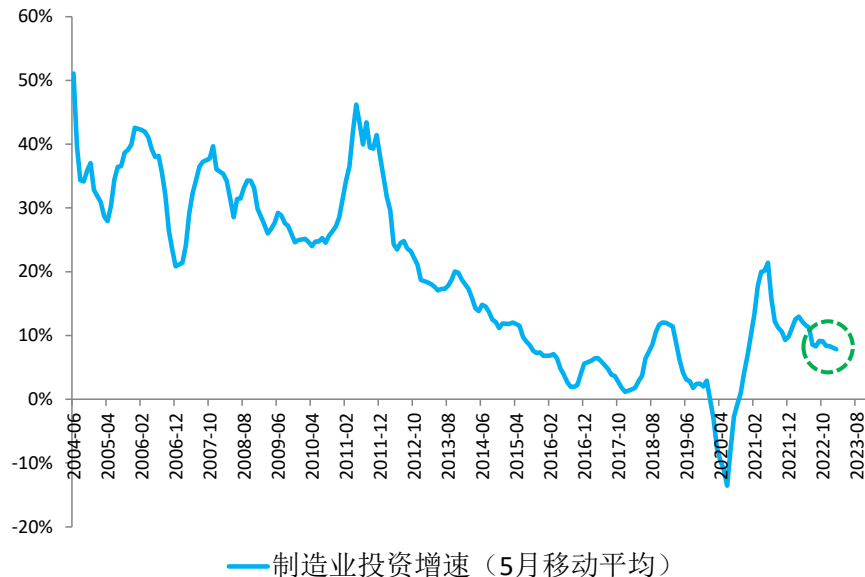
- 从进出口增速来看，2月份已经有一定改善。2月份出口增速预期-8.3%，前值-10.5%，实际-1.3%；进口增速预期-3.8%，前值-21.4%，实际4.2%。
- 但是制造业投资增速依然在低位徘徊，需要更长时间去修复。

## 出口增速处于探底过程中

出口金额与全球商品价格走势关系



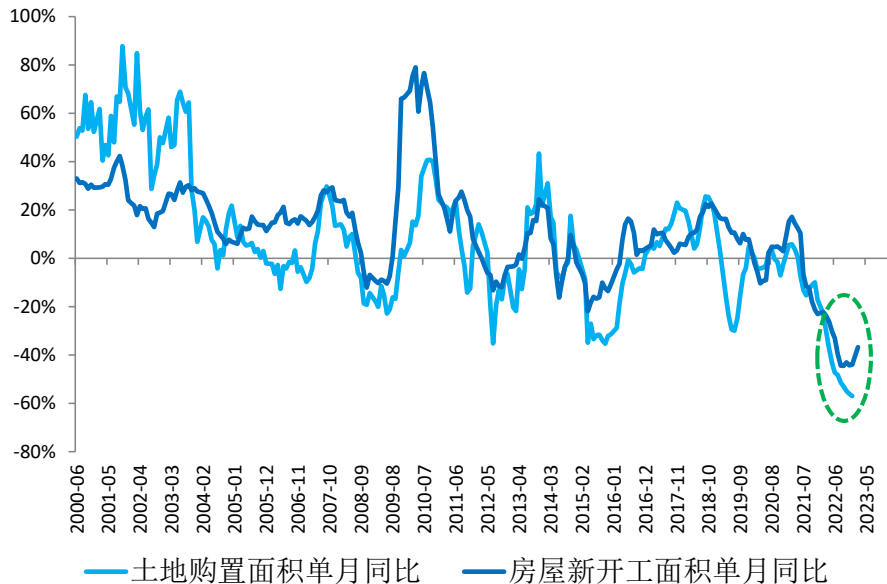
## 制造业投资增速仍然在底部徘徊



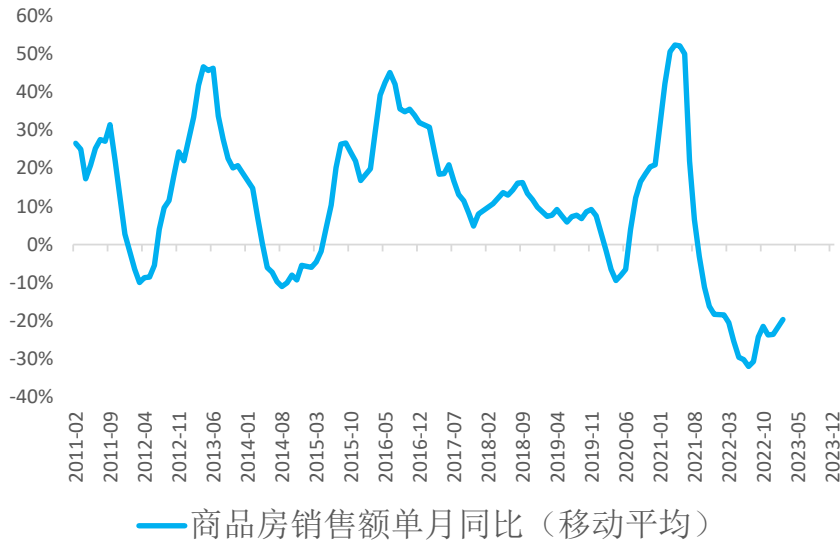
资料来源：Wind，华福证券研究所整理

- 从关键内需**地产**的数据来看，中国经济已经开始有**见底回升的迹象**。从**需求端**来看：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%；从**供给端**来看，“保交楼”背景下，竣工有较大贡献，竣工面积同比增长8.0%，房屋新开工与房地产开发投资增速都见底回升。

### 房屋新开工面积增速已经开始回升



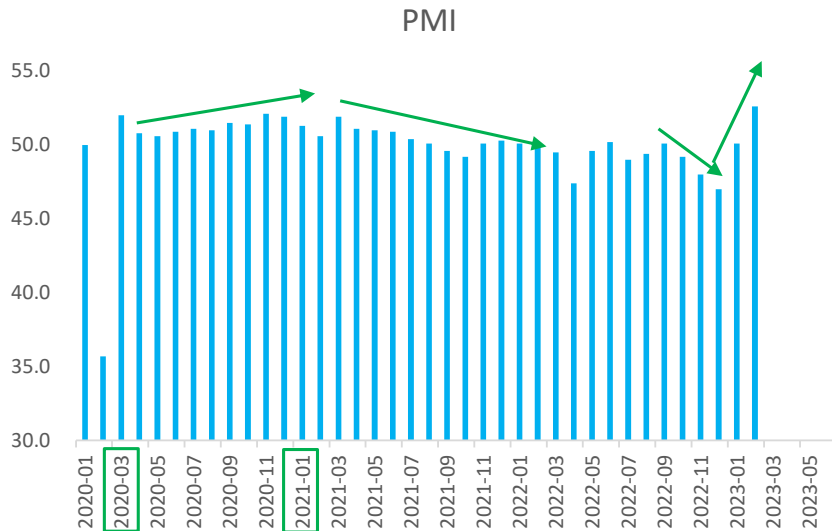
### 商品房销售额增速已经见底回升



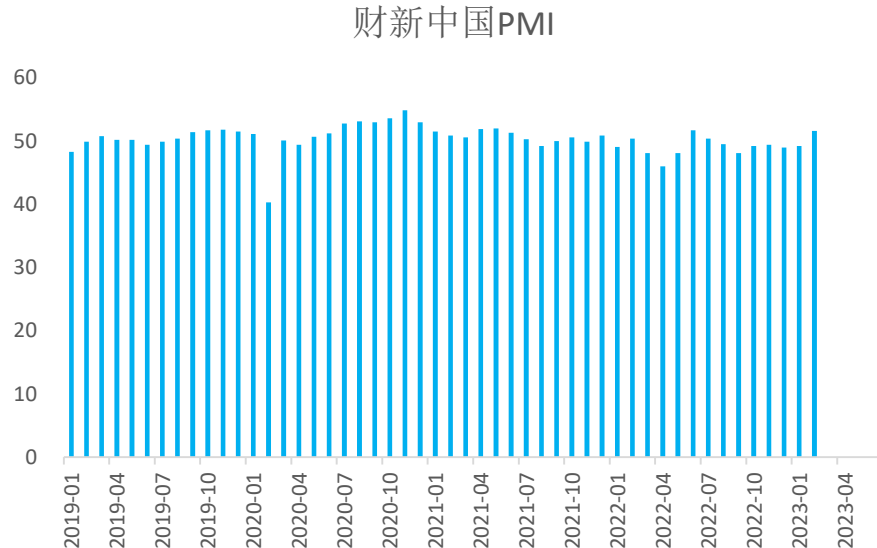


- 经济同步指标不断超预期，显示复苏力度不小。
- 从月度同步指标PMI来看，不论是代表大企业的官方PMI值，还是代表小企业景气度的财新PMI值，都已经连续2个月站上了荣枯分界线，同时超市场预期。

## 中国PMI值连续2个月超预期



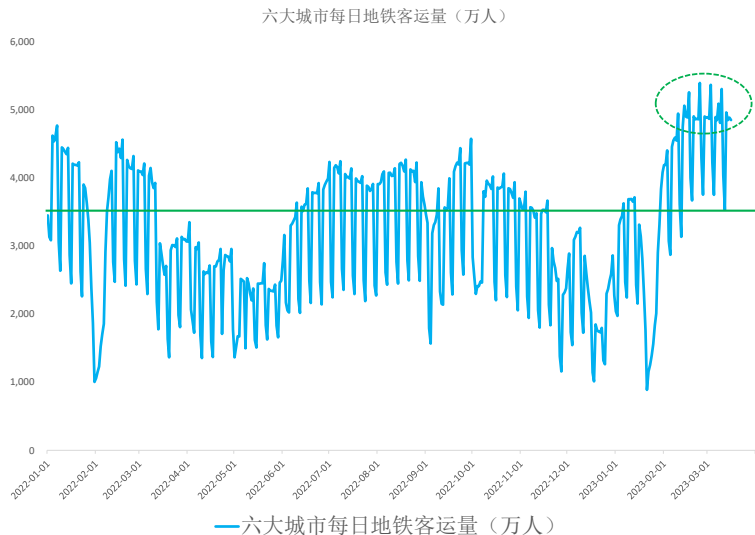
## 代表小企业景气度的财新PMI也持续回升



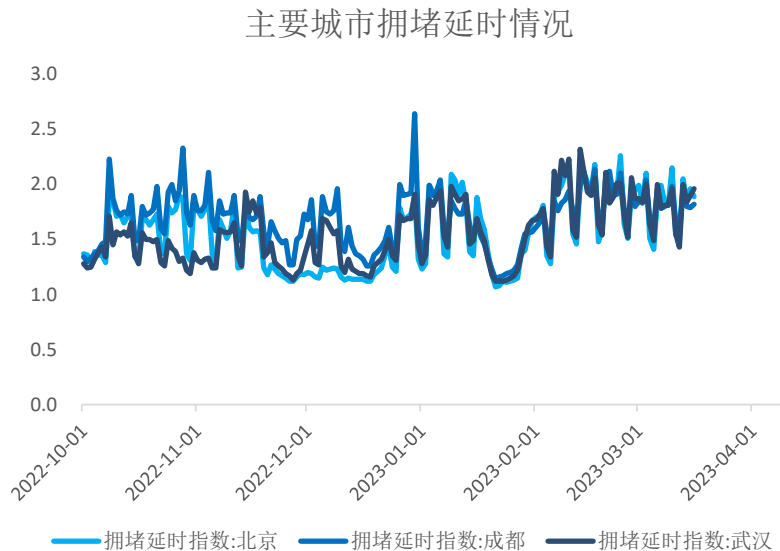
资料来源：Wind，华福证券研究所整理

- 从经济的**高频数据**来看，3月份的经济活动甚至明显高于1月份，当然受春节因素影响，1月经济景气度不会很高；但预计二季度将在高位保持平稳。

## 六大城市地铁人数显示中国经济复苏在路上



## 主要城市延堵情况快速恢复



资料来源: Wind, 华福证券研究所整理

- 防疫三年积累下来的超额储蓄，将是中国经济稳步修复的**坚实基础**
- 根据我们测算，到2022年三季度末，中国城乡居民超额储蓄接近**20万亿**

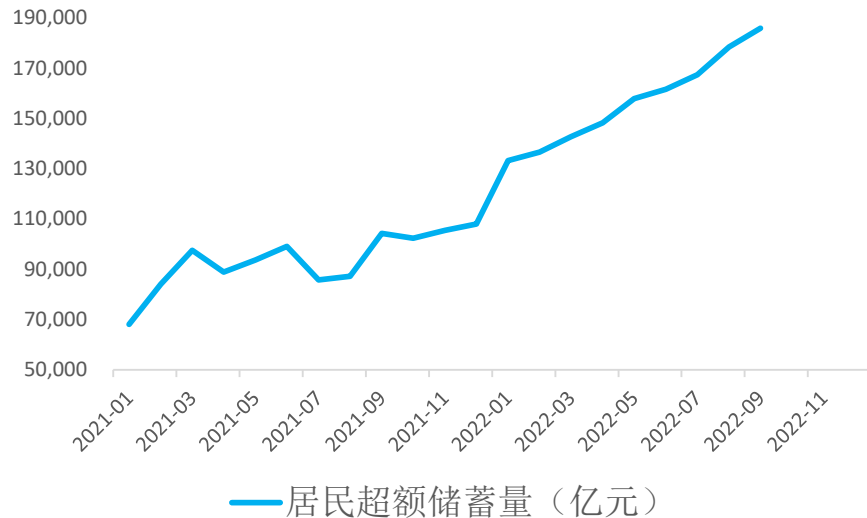
## 金融机构储蓄存款余额增速

储蓄存款余额增速



## 2022年来城乡居民超额储蓄情况

居民超额储蓄量 (亿元)



小结：

1、**修复力度**：从一季度的经济数据来看，经济修复的力度是超预期的。

2、**修复韧性**：从国家的政策目标、居民的储蓄潜力来看，中国经济的持续修复值得期待，这种韧性有望在第二季度的市场上展现。

- 海外经济：美联储的纠结时刻
- 中国经济：复苏韧性逐步显现
- 资本市场：价值成长紧贴内需
- 风险提示：美欧金融危机；中国经济复苏不及预期；地缘政治冲突超预期

- **从历史上看，当一种大势形成时，其持续时间至少接近一年**
  - 当前，“中强美弱”的实际格局只是在**萌芽期**，2022年底以来的上涨，只是对这一前景的预期和抢跑。
  - **“内需为主”的格局，开始徐徐展开。**
- **大势上，与中国经济复苏相关性高的资产震荡走高，与美国经济景气相关性高的资产震荡较多**
  - 被疫情压抑三年之久的内需，有望显著回升；**不管是价值还是成长，都需要聚焦内需**；而随着各种政策助力，房地产系统性风险有望被化解，大金融板块的估值修复远未终结。

## 二季度中国资本市场展望：外乱内稳，震荡走高

- 2022年底来的**市场“抢跑”**：
- 第一段，是2022年11月至2023年1月底，各个指数悉数上涨，**上证50与港股拔得头筹**。
- 第二段，是2023年2月初至今，各个指数有所回调，上证50与港股回调最多，**科创板上涨最多**。

### 2022年11月至2023年1月底涨幅

代码	名称	2022. 11- 2023. 1. 31 涨幅 (%)	估值水平	估值分位 数 (2016 年来)
000016. SH	上证50	<b>22. 3</b>	9. 5	21. 9
000300. SH	沪深300	18. 5	11. 6	15. 4
000905. SH	中证500	8. 3	23. 2	32. 2
000852. SH	中证1000	8. 1	28. 9	13. 1
000688. SH	科创50	0. 4	41. 9	19. 1
<b>881001. WI</b>	<b>Wind全A</b>	<b>13. 4</b>	<b>17. 2</b>	<b>25. 8</b>
HSI. HI	恒生指数	48. 7	10. 2	40. 9
HSTECH. HI	恒生科技	<b>59. 2</b>	52. 6	<b>92. 9</b>

### 2023年2月初至今涨幅

代码	名称	2023. 2. 1至 今涨幅 (%)	估值水平	估值分位 数 (2016 年来)
000016. SH	上证50	-6. 1	9. 6	29. 2
000300. SH	沪深300	-3. 6	11. 9	27. 7
000905. SH	中证500	-0. 5	23. 4	33. 3
000852. SH	中证1000	0. 0	30. 4	19. 2
000688. SH	科创50	<b>4. 7</b>	43. 0	23. 7
<b>881001. WI</b>	<b>Wind全A</b>	<b>-1. 9</b>	<b>17. 8</b>	<b>37. 4</b>
HSI. HI	恒生指数	-7. 6	10. 0	58. 7
HSTECH. HI	恒生科技	-6. 5	38. 5	92. 9

资料来源：Wind，华福证券研究所整理

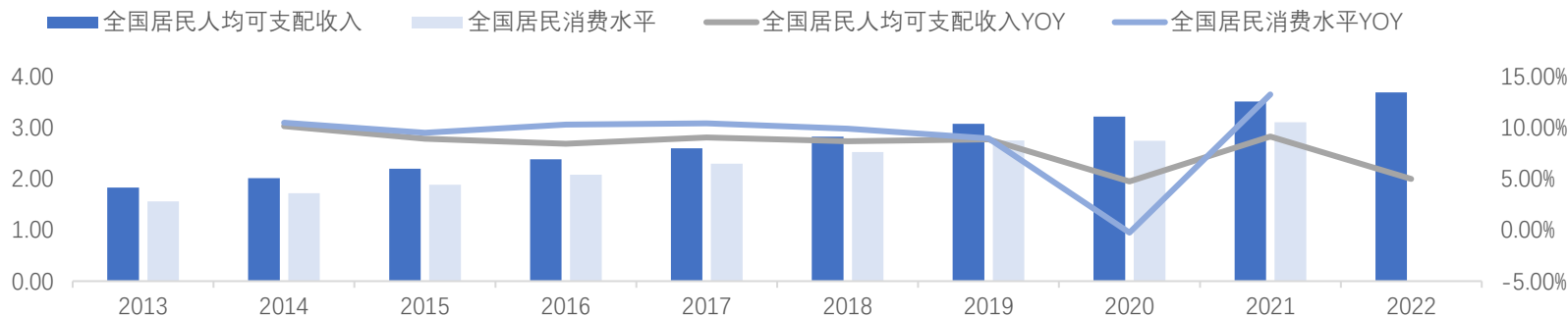
- **大势上**，与中国经济复苏相关性高的资产震荡走高，与美国经济景气相关性高的资产震荡走低；
- **节奏上**，随着美元阶段性走弱与中国经济韧性被认知，市场有望开启一轮上涨；后续若海外金融危机持续发酵，可能会让市场再次回落；
- **行业上**，**聚焦内需**，关注与经济修复相关的**银行、保险、基建、消费**等价值板块；关注相对低位同时也受益于内需修复的**半导体、信创、军工**等成长板块，此外回调多时的**新能源**板块可以关注数字经济相关的工控子板块。



## 消费复苏：扩大内需应从供给侧入手

- 我国消费升级持续推进，消费复苏正在路上：**我国人均 GDP 于 2021 年达到 1.26 万美元（按照汇率 6.45 计算），已超越同年世界人均 GDP，我国消费需求有望进一步升级。
- 扩大内需应从供给侧入手：**从需求端看，人均可支配收入持续提升保障了居民消费能力，扩大内需的关键在于供给侧。正如刘鹤副总理在人民日报撰文中提到的观点，“当前和今后一个时期，制约我国经济发展的因素，供给和需求两侧都有，但矛盾的主要方面在供给侧，表现在供给存在卡点、堵点、脆弱点，供给结构不能适应需求结构变化”。

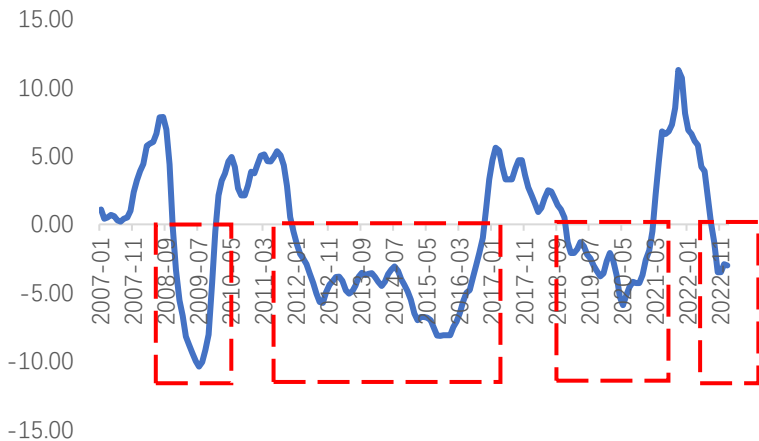
### 2021年居民消费水平增速提振（单位:万元）



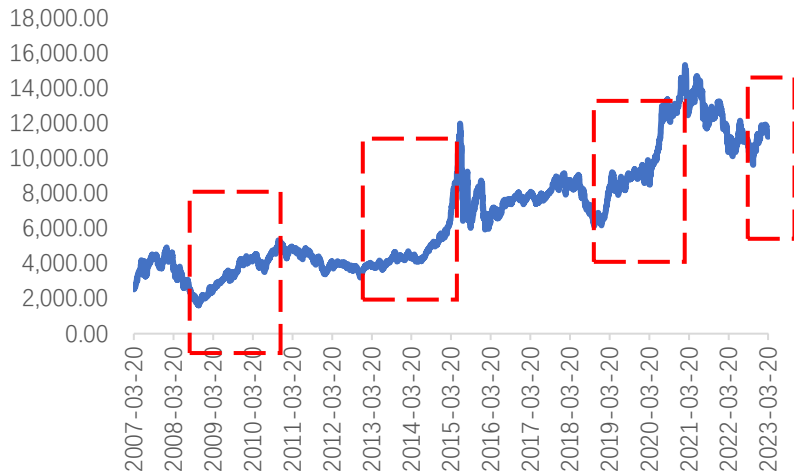
# 消费复苏：PPI-CPI转负，带来消费上涨机会

- 复盘历史，PPI-CPI为负时，消费风格指数有较大概率上涨。自2007年以来，一共出现4次PPI-CPI为负的情况，对应时间段内，消费风格指数基本呈现上涨趋势。其中，2008.11-2009.12、2011.12-2016.10、2018.12-2021.02这三个时间段涨幅明显，分别为123.80%、115.44%、114.71%。自2022年9月起，PPI-CPI转负，消费指数至今涨幅约6%。根据历史经验，PPI-CPI为负至少持续1年左右，2023年消费板块有较大的上涨机会。

## 2007年至今一共出现4次PPI-CPI为负的情况



## PPI-CPI为负的期间对应消费风格指数出现上涨



- **PPI-CPI为负时，社服、食品等行业表现更优：**对比可发现，与消费相关的一级行业指数在PPI-CPI为负的时期均有所上涨，其中社服、食品、轻工、美护、综合等行业表现较优。
- **综合来看，消费复苏板块推荐行业有：**食品饮料、美容护理、社会服务、商贸零售、轻工制造、综合。

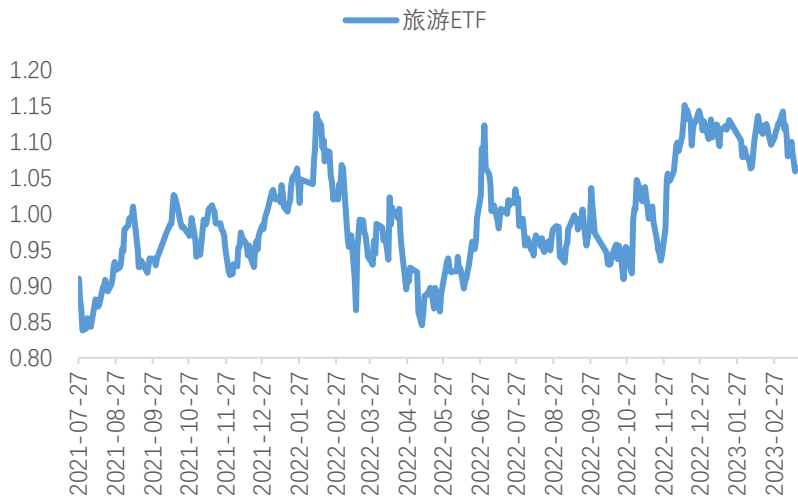
**消费相关行业在PPI-CPI为负时均有所上涨（单位：%）**

行业	涨跌幅								超额收益率（沪深300）							
	PPI-CPI为负				PPI-CPI为正				PPI-CPI为负				PPI-CPI为正			
	2008.11-2009.12	2011.12-2016.10	2018.12-2021.02	2022.09-2022.12	2007.01-2008.10	2010.01-2011.11	2016.11-2018.11	2021.03-2022.08	2008.11-2009.12	2011.12-2016.10	2018.12-2021.02	2022.09-2022.12	2007.01-2008.10	2010.01-2011.11	2016.11-2018.11	2021.03-2022.08
食品饮料	113.89	46.53	207.96	0.15	-34.34	30.21	15.11	-12.53	18.49	4.30	130.70	-1.01	0.47	51.52	51.52	26.09
纺织服饰	126.38	109.89	-4.52	6.35	-30.86	-3.49	-50.36	-11.49	30.98	67.66	-81.78	5.19	3.95	17.81	17.81	-39.38
轻工制造	132.33	153.86	44.22	6.15	-41.65	-11.84	-45.50	-15.43	36.93	111.63	-33.04	4.99	-6.84	9.46	9.46	-34.52
商贸零售	128.50	60.09	3.04	9.35	-28.02	-17.82	-39.51	-12.09	33.10	17.86	-74.22	8.18	6.78	3.48	3.48	-28.53
社会服务	158.38	155.68	175.78	19.64	-50.31	-9.04	-18.28	-32.58	62.98	113.45	98.52	18.48	-15.51	12.26	12.26	-7.30
美容护理	125.75	82.26	114.07	10.12	-13.75	15.42	-27.81	-14.51	30.34	40.04	36.81	8.96	21.06	36.73	36.73	-16.83
农林牧渔	100.75	95.55	86.94	0.02	-16.40	0.09	-33.08	-7.32	5.35	53.32	9.67	-1.14	18.40	21.40	21.40	-22.10
综合	137.26	142.38	37.19	12.53	-35.84	3.76	-51.67	17.55	41.86	100.15	-40.07	11.37	-1.03	25.06	25.06	-40.69

资料来源：Wind，华福证券研究所整理

- **防疫政策转变后，旅游板块有望成为率先受益板块之一：**受疫情冲击影响，旅游行业景气遭受重大打击；随着防疫政策转变，境内境外旅游需求都有所提升，旅游板块景气有望增长。
- **航空板块内需验证+国际线复苏加速：**国内节后的商务航线复苏验证了行业需求的高景气度；同时3月15日起出境游目的地增至60个，境外出行需求将得到释放。

## 旅游板块已有所回升



## 一月航班订座量已超过去年最高水平



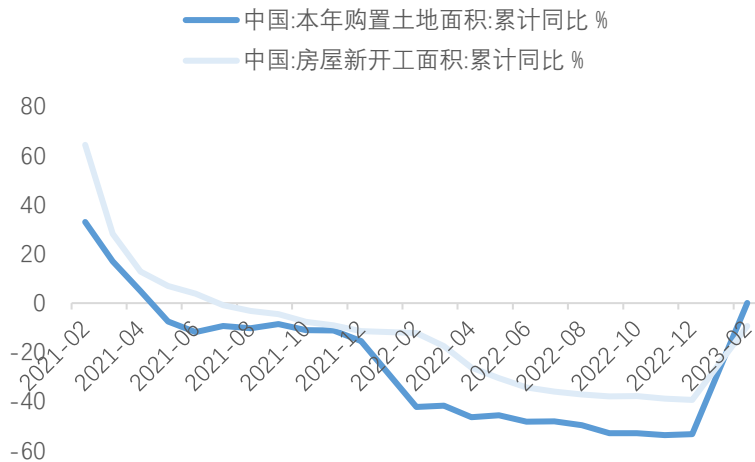
资料来源：Wind，华福证券研究所整理

单位：亿个

## 房地产：需求端政策利好不断释放

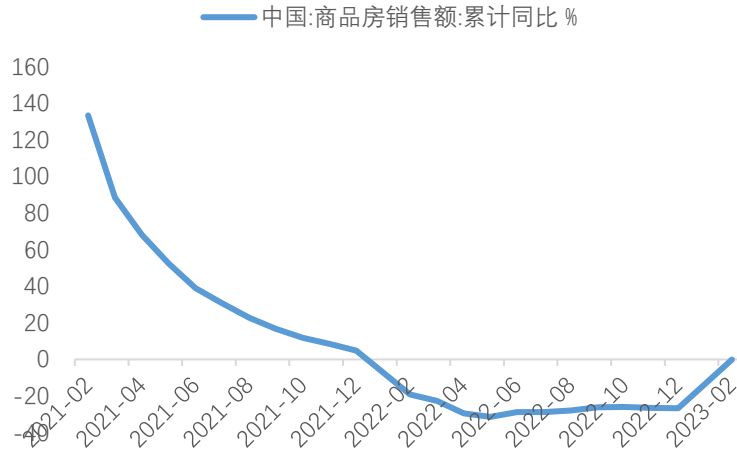
- **房地产行业正在经历巨大的供给侧阵痛：**此前，随着“三条红线”的落地实施，房地产行业提杠杆受到显著遏制，众多中小房地产商退出行业。
- **“剩者为王”将促使龙头房企做大做强：**随着原有紧缩政策逐步退出，房地产融资与支持政策逐步恢复正常，行业龙头优势明显，强者恒强。
- **需求端政策利好不断释放：**上周，央行降准0.25个百分点。同时，已有多地宣布放松贷款比例、公积金额度及购房资格。

### 土地购置面积与房屋新开工增速仍在底部



资料来源: Wind, 华福证券研究所整理

### 商品房销售增速有小幅回升



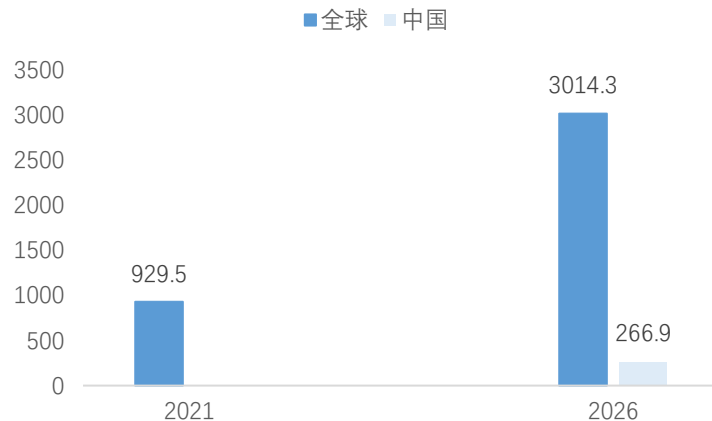
- **美国政策进一步收紧：**技术封锁下，产业链上游短板的自主可控仍然具备较强的现实意义和投资价值。
- **AI关注度升温，带动算力需求提升：**近期市场对AI关注度较高，AI算力需求不断提升。根据IDC数据，2026年中国AI投资规模将有望达到267亿美元，位列全球单体国家第二。AI硬件市场IT投资规模将超150亿美元，市场空间巨大。

## 2022年美国制裁政策梳理

日期	相关文件	内容
8月9日	《2022年芯片与科学法》	提供约527亿美元的资金补贴美国半导体产业，同时，要求接受补贴的公司在未来十年内不得在中国（或其他美国有所顾虑的国家）进行任何“重大交易”。
8月12日	美国商务部发布临时最终规定	对设计GAAsFET（全栅场效应晶体管）结构集成电路所必须的EDA软件；金刚石和氧化镓为代表的超宽禁带半导体材料等四项技术实施新的出口管制。
10月7日	《出口管理条例》	①将逻辑IC、存储器列入新的限制范围内。②将31家中国企业列入“未经核实的名单”之中，向名单内企业发货需要提供更多申请与许可证。③限制美国人（包括美国公民；美国永久居民；美国庇护民；依照美国法律设立的法人实体；位于美国的人士。）在中国从事半导体开发活动。

资料来源：Wind, IC Insights, 华福证券研究所整理

## AI投资市场空间巨大



单位：亿美元

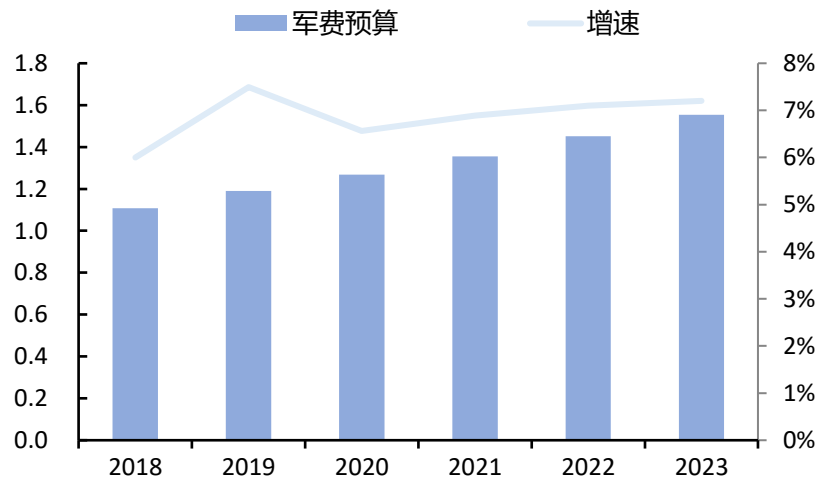
- **二十大会议：**二十大指出，如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，是全面建设社会主义现代化国家的战略要求。
- **军费预算增长提速：**2023年军费预算增速再次突破7%，国防现代化建设有再次提速的迹象。两会已确定今年国防军费额度，相关订单有望陆续到位。

## 二十大关于国防军工表述

关键词	相关细分行业
实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，坚持科技强军	信息化、导弹、无人机、卫星等
打造战略威慑力量体系，深入推进实战化军事训练	
增加新城新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展	
实体经济推进新型工业化，加快建设航天强国	

资料来源：央视网，财政部，华福证券研究所整理

## 2022年军费预算增速突破7%



单位：万亿元

## ➤ 信创是受益于内需复苏与进口替代的又一板块

- 国产替代确定性浪潮下，信创将成为计算机中长期最强主线：此轮信创逐步从党政向金融能源电信等八大行业渗透，客户付费能力强，市场空间更大，将为信创厂商带来业绩的显著增长。

## ➤ 市场空间

- 2023年信创市场规模合计2765.3亿元，其中基础硬件2436亿元，基础软件329.3亿元。
- 基础硬件端：PC 840亿元，服务器1008亿元，CPU（PC）168亿元，CPU（服务器）336亿元，GPU 84亿元；基础软件端：操作系统（PC）50.4亿元，操作系统（服务器）100.8亿元，数据库168亿元，中间件10.1亿元。

2023全年/量(万台)		基础硬件				基础软件				
		PC	服务器	CPU (PC)	CPU (服务器)	GPU	操作系统 (PC)	操作系统 (服务器)	数据库	中间件
<b>关键假设</b>		<b>测算基数</b>	PC: 服务器 5:1	CPU: PC 1: 1	CPU: 服务器 2: 1	GPU: PC 1: 1	PC: OS 1:1	服务器: OS 1:1	服务器: DB 6:1	服务器: 中间件 10:1
党政10%	党政信创	600	120	600	240	600	600	120	20	12
商用45%	八大行业信创 (占商用PC的40%)	1080	216	1080	432	1080	1080	216	36	21.6
分产品信创需求量合计		<b>1680</b>	<b>336</b>	<b>1680</b>	<b>672</b>	<b>1680</b>	<b>1680</b>	<b>336</b>	<b>56</b>	<b>33.6</b>
产品平均单价/元		5000	30000	1000	5000	500	300	3000	30000	3000
分产品信创市场规模合计/亿元		<b>840</b>	<b>1008</b>	<b>168</b>	<b>336</b>	<b>84</b>	<b>50.4</b>	<b>100.8</b>	<b>168</b>	<b>10.1</b>

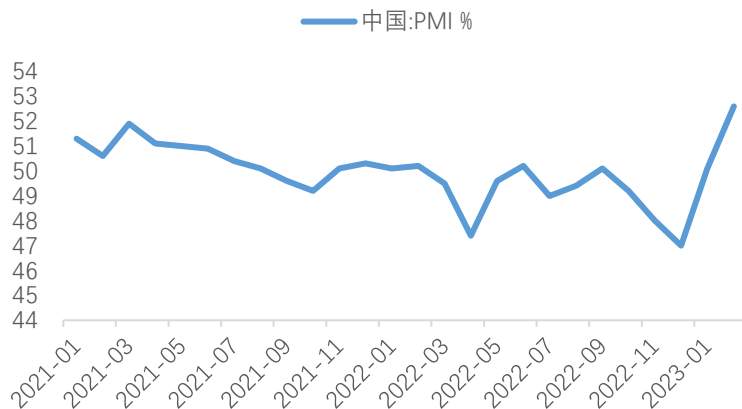


- **国网特高压今年集采批次计划安排公布，特高压核准开工提速：**国家电网特高压公司发布了今年集中采购批次计划安排，特高压建设分公司分别在 1 月、4 月、7 月和 10 月完成共四批次集中采购招标。“十四五”规划的 9 条直流项目非常大的概率会在 23、24 年集中核准，根据特高压的建设节奏，相关公司预计将在 23、24 集中确认收入。
- **中国PMI连续两月超枯荣线，关注工控板块布局机会：**2月 PMI 为 52.6%，已连续两月超枯荣线，制造业景气水平继续上升。本轮库存周期已运行 24 个月左右，根据以往历史数据，完整库存周期在 36-40 个月左右，由于疫情等因素影响，主动去库存阶段被动拉长，我们预计当前时点正处于主动去库存周期与被动去库存过渡阶段，向主动补库存周期正在加速运行，当前时点布局工控行业有较高的性价比。

## 国网特高压公司2023年度集中采购批次计划安排

批次	拟发布公告时间
第一批	2023年1月
第二批	2023年4月
第三批	2023年7月
第四批	2023年10月

## 中国PMI连续两月超枯荣线



# 目 录

- 海外经济：美联储的纠结时刻
- 中国经济：复苏韧性逐步显现
- 资本市场：价值成长紧贴内需
- 风险提示：美欧金融危机；中国经济复苏不及预期；地缘政治冲突超预期

### ➤ 硅谷银行事件可能不是个案

- 除了硅谷银行，第一共和国银行、瑞士信贷、德意志银行等都在高利率环境下面临着比较大的资产跌价风险和流动性风险，并且美国银行系统的存款仍在持续流出，因此银行体系的危机有可能进一步发酵。

### ➤ 长期高利率对欧美金融系统造成严重冲击

- 众多银行资产负债表恶化，要制止这一危机，可能需要欧美央行更大努力。

- **中国经济从疫情管控中修复过来需要时间**
  - 经济修复如果不及预期，可能会使内需板块同样面临压力。

➤ **俄乌战争是当前最为主要的地缘政治冲突**

- 俄乌冲突如果进一步激化，对中国的影响程度可能会进一步加深，进而影响到中国的金融、经济体系。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座  
20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

