

2023年4月中央政治局会议再次明晰A股市场投资主线

核心要点:

- **当前经济形势分析:** (1) 一季度GDP不变价增长26.90万亿元, 增长4.5%、好于市场平均预期的4.0%, 与场景恢复、稳增长发力靠前等紧密相关, 消费、投资、进出口数据超预期改善, 市场预期稳定向好。(2) PPI呈现结构性持续下行, 低通胀不等于通货紧缩, 我国不存在系统性和持续性的通缩压力。(3) 金融数据超预期改善。但从社融与M1增速分析, 当前企业经营情况改善仍然不足。
- **2023年4月中央政治局会议内容解读:** (1) 会议认为, 2023年一季度, 我国经济社会全面恢复常态化运行, 宏观政策靠前协同发力, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解, 经济增长好于预期, 市场需求逐步恢复, 经济发展呈现回升向好态势, 经济运行实现良好开局。但当前我国经济运行好转主要是恢复性的, 内生动力还不强, 需求仍然不足, 经济转型升级面临新的阻力, 推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。(2) 从未来经济工作重点来看, 在恢复和扩大需求中, 4月中央政治局会议强调“要多渠道增加城乡居民收入, 改善消费环境, 促进文化旅游等服务消费”; 要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系, 既要逆势而上, 在短板领域加快突破, 也要顺势而为, 在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基, 培育壮大新动能; 还重点提及了要有效防范化解重点领域风险。
- **防范化解风险领域:** (1) 稳房地产。“销售-投资-开发”传导路径分析, 2023年房地产销售额、投资额、开发资金均明显回暖。从增速看, 新开工面积周期与销售面积周期基本同步, 2020年以来短周期已持续3年, 当前房屋销售增速难以为继。同时, 受融资收紧影响, 高财务杠杆率也难以维持。(2) 稳地方债。政治局会议强调, 要加强地方政府债务管理, 严控新增隐性债务。在当前我国推进中国式现代化、实现高质量发展进程中, 防范化解城投债务风险是保持金融市场稳定、维护社会安定、促进地方经济发展的重要举措, 也是统筹发展与安全、贯彻新发展理念、构建新发展格局的必然选项, 因此, 从大类资产配置视角, 地方债存交易性机会。
- **把握主线投资机会:** 基于A股市场投资环境分析, 结合4月28日中央政治局会议精神, A股市场颠簸向上的行情仍在途; 结合宏观背景、行业估值、流动性等分析, 预判5月份结构性机会占优, 建议关注以下三条主线轮动: (1) 国产科技替代创新: 计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。(2) 消费细分领域: 食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等; (3) 中国特色估值重塑主题: 能源、基建、房地产产业链等。
- **风险提示:** 经济复苏弱于预期风险, 政策调整不及预期风险, 全球通胀下行不及预期风险。

分析师

杨超

☎: 010-80927696

✉: yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030004

特别鸣谢: 周美丽、孟繁欣

相关研究

2023-04-17, A股市场投资环境逐渐改善

2023-04-08, 二季度A股市场投资策略展望:
把握主线投资机会

2023-03-27, 全球视角: 美联储进退与全球权益
市场走势

2023-03-20, A股市场颠簸行情是否存改善的
条件?

2023-03-08, 机构改革剑指高质量发展: 中长期
利好A股上市公司

2023-03-06 年政府工作报告重点内容: 利好A
股市场哪些行业和主题?

2023-02-15, A股市场面临多方博弈, 结构性机
会占优

2023-02-03, 全面注册制对A股市场的影响:
新时代资本市场迎来新开局

2023-01-15, 多重驱动, 势在途中——2023年
港股市场投资策略展望

2022-12-17, 2023年A股市场投资策略展望:
时蕴新生, 布局之年

目 录

一、当前经济形势分析	3
(一) 经济增长：消费、投资、外贸	3
(二) 物价：PPI、CPI	3
二、2023 年 4 月中央政治局会议内容解读	5
三、把握主线投资机会	7
(一) 消费细分领域：消费复苏与升级	8
(二) 国产科技替代创新：TMT	10
(三) 中国特色估值体系：央国企估值重塑	12
四、防范化解风险领域	13
(一) 稳房地产	13
(二) 稳地方债	17
五、风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

一、当前经济形势分析

(一) 经济增长：消费、投资、外贸

一季度 GDP 不变价增长 26.90 万亿元，增长 4.5%、好于市场平均预期的 4.0%，与场景恢复、稳增长发力靠前等紧密相关。3 月份制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数分别为 51.9%、58.2%，连续 3 个月位于荣枯线以上，供需两端持续扩张，市场预期稳定向好。

其中，第三产业一季度同比增长 5.4%。一季度，住宿和餐饮业增长 13.6%，受益于去年负增长、低基数效应，而租赁和商务服务业增长 6%，批发和零售业增长 5.5%；信息传输、软件和信息技术服务业增长 11.2%；金融业增长 6.9%；建筑业增长 6.7%，受益于去年低基数。如表 1 所示。

表 1. 2022 年房地产市场

	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03
中国:GDP:不变价:当季同比(%)	4.80	0.40	3.90	2.90	4.50
第一产业:当季同比(%)	6.00	4.40	3.40	4.00	3.70
第二产业:当季同比(%)	5.80	0.90	5.20	3.40	3.30
第三产业:当季同比(%)	4.00	-0.40	3.20	2.30	5.40
农林牧渔业:当季同比(%)	6.10	4.50	3.60	4.10	3.80
工业:当季同比(%)	6.40	0.40	4.60	2.50	2.90
工业:制造业:当季同比(%)	6.10	-0.30	4.00	2.30	2.80
建筑业:当季同比(%)	1.40	3.60	7.80	7.00	6.70
批发和零售业:当季同比(%)	3.90	-1.80	1.60	0.30	5.50
交通运输、仓储和邮政业:当季同比(%)	2.10	-3.50	2.60	-3.90	4.80
住宿和餐饮业:当季同比(%)	-0.30	-5.30	2.80	-5.80	13.60
金融业:当季同比(%)	5.10	5.90	5.50	5.90	6.90
房地产业:当季同比(%)	-2.00	-7.00	-4.20	-7.20	1.30
信息传输、软件和信息技术服务业:当季同比(%)	10.80	7.60	7.90	10.00	11.20
租赁和商务服务业:当季同比(%)	5.10	-3.30	5.40	5.60	6.00

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

一季度社会消费品零售总额增长 5.8%，比上年四季度加快 8.5 个百分点；固定资产投资增长 5.1%；一季度我国外贸进出口总值 9.89 万亿元，同比增长 4.8%，其中出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%，进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%。

一季度消费对 GDP 的贡献率上升至 66.6%，资本形成总额、净出口的贡献率分别下降至 34.7%、-1.3%。如图 1、2 所示。

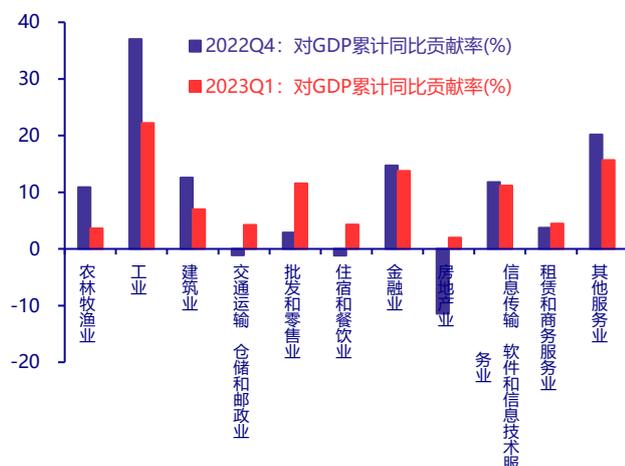
(二) 物价：PPI、CPI

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅创近一年半新低；核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上

月扩大 0.1 个百分点。从环比看，CPI 下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点；核心 CPI 环比持平。3 月，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.5%，环比持平。

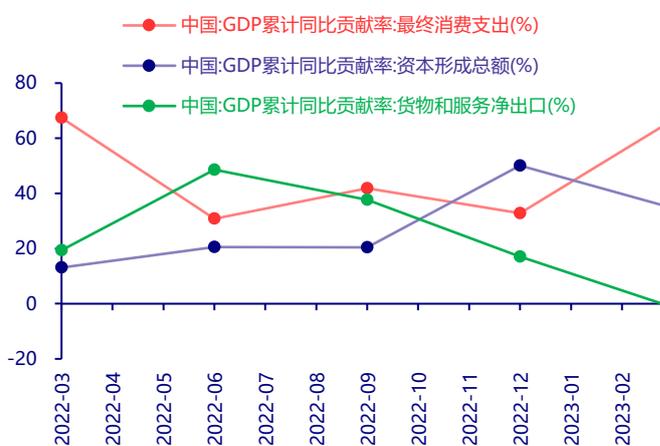
CPI 价格受季节影响较大，3 月猪价持续走低，蔬果涨跌互现，食品价格同比增速大幅下降，同时，原油价格回落带动成品油价格下行。其中，食品价格环比下降 1.4%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点，为通胀下滑的较大拖累项。3 月 PPI 同比降幅扩大，主要受石油、煤炭、钢材等去年高基数影响，同时，近期受海外银行危机影响，3 月中旬全球主要大宗商品震荡回调。从上中下游产业链来看，工业出厂价格指数（PPI）下降，利好中小游企业，降低其生产成本，扩大其利润空间。如图 3、4 所示

图 1. 2023Q1 各产业对 GDP 累计同比贡献率变化



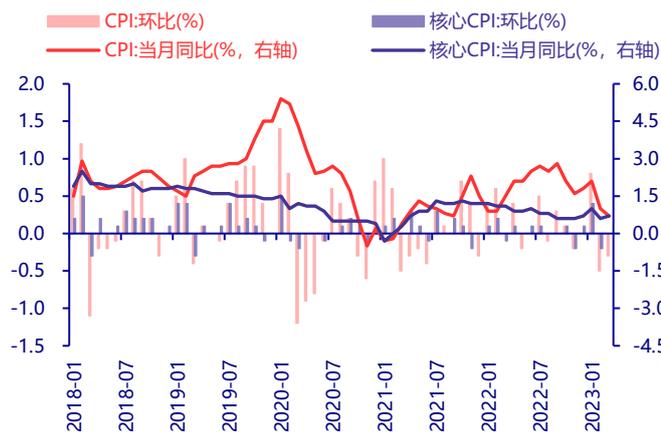
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2. 消费、投资、净出口对 GDP 累计同比贡献率



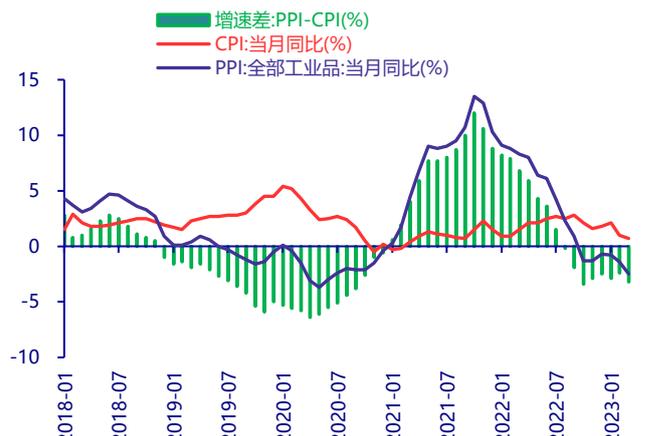
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3. 3 月 CPI 与核心 CPI 连续走低



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4. 3 月 PPI 与 CPI 剪刀差扩大



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

总体看，我国经济运行开局良好，经济复苏趋势明确。低通胀不等于通货紧缩，我国不存在系统性和持续性的通缩压力。

二、2023年4月中央政治局会议内容解读

中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，2023年一季度，我国经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

在财政政策与货币政策方面，此处会议提出：积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。财政政策与货币政策均延续2022年12月中央经济工作会议以来的风格。如表2所示。

表 2. 2023年4月中央政治局会议对经济的研判

	2023年4月中央政治局会议	2023年3月政府工作报告	2022年12月中央经济工作会议
经济形势	我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。	在攻坚克难中稳住了经济大盘，在复杂多变的环境中基本完成全年发展主要目标任务，我国经济展现出坚强韧性。	我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。
问题和挑战	当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	外部环境不确定性加大，全球通胀仍处于高位，世界经济和贸易增长动能减弱，外部打压遏制不断上升。国内经济增长企稳向上基础尚需巩固，需求不足仍是突出矛盾，民间投资和民营企业预期不稳，中小微企业和个体工商户有不少困难，稳就业任务艰巨，一些基层财政收支矛盾较大等。	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。
目标	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推进经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	2023年，国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来；突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，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，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。
财政政策	积极的财政政策要加力提效。	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按3%安排。今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元。	积极的财政政策要加力提效。保持必要财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。
货币政策	稳健的货币政策要精准有力。	稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院

当前金融环境整体比较宽松。3月份，我国社会融资规模增量为5.38万亿元，比上年同期多7079亿元；人民币贷款增加3.89万亿元，预期3.09万亿元，同比多增7497亿元。3月末，社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%；M2同比增长12.7%，前值12.9%；M1同比增长5.10%。

财政政策方面，今年3月，全国人大批准的预算报告显示，今年新增地方债限额为4.62万亿元。扣除提前批额度，剩余批次额度为2万亿元。新增债券发行使用用于持续推进重点项目建设。一季度财政收支运行总体平稳。一季度，全国一般公共预算收入62341亿元，同比增长0.5%，累计增幅比1-2月提高1.7个百分点，实现由负转正；财政支出方面，一季度，全国一般公共预算支出67915亿元，同比增长6.8%，财政支出强度持续增加，加大了对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入。

从未来经济工作重点来看，4月28日的中央政治局会议与3月两会政府工作报告、2022年12月中央经济工作会议不同之处有以下几点：

(1) 在恢复和扩大需求中，4月中央政治局会议强调“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”，扩大内需主要在于促消费，同时，服务性消费占比提升也是消费升级的重要形式。近期，发改委宣布将抓紧出台系列关于恢复和扩大消费的政策文件，着重强调加大对新能源车消费、提振居民收入等方面政策支持力度；各地政府也围绕促大宗消费、加大对消费平台建设支持、推动县域消费等出台系列政策。

(2) 在加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系中，强调“要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造”，“要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险”，新能源汽车和人工智能是当前促进经济增长的重要动力。其中，新能源汽车产业链较长，涉及上游能源绿色转型，上游有色金属等原材料研发、生产，下游电池、储能设施等研发。人工智能是数字经济时代的关键。

(3) 在企业支持工作中，强调“破除影响各所有制企业公平竞争、共同发展法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气”，优化营商环境，提升企业信心。

(4) 在深化改革、扩大高水平对外开放措施中，强调“要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘”、“要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试”，外贸压力增大，稳定外贸对于稳定经济仍然很重要。

(5) 在防范化解重点领域风险部分，重点提出“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”，欧美银行危机的余波未散。对于房地产行业，4月会议没有再提房企风险防范化解，但强调“推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”2023年，房地产转型发展推进将加快。

(6) 民生保障部分，“强化就业优先导向”以应对当前严峻的就业压力。1-3月城镇新增就业297万人，3月份全国城镇调查失业率5.3%。青年群体就业压力仍大，16-24岁人口失业率抬升1.5个百分点至19.6%、创历史同期新高。稳就业方面，国常会多次研讨毕业生、农民工的就业部署工作，提出以工代赈、社保缓缴、强化宏观与产业政策等方式扩大就业需求。“各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业和基层解决困难”，更加重视实地调研，从实际出发发现问题并解决问题。如表3所示。

表 3. 2023 年 4 月中央政治局会议部署的工作重点

	2023年4月中央政治局会议	2023年3月政府工作报告	2022年12月中央经济工作会议
扩大内需	恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	(一) 着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。政府投资和政策措施激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展所长，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。	一是着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。
现代化产业体系	要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。	(二) 加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。加快前沿技术研究和应用推广。完善现代物流体系。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。	二是加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的机遇，勇于开辟新领域、制高点赛道。
企业支持	要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。	(三) 切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。依法保护民营企业产权和企业权益，鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，支持中小微企业和个体工商户发展，构建亲清政商关系。	三是切实落实“两个毫不动摇”。针对社会上对我们是否坚持“两个毫不动摇”的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊。要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。真正按市场化机制运作的。要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业权益。各级领导干部要为民营企业解难题、办实事，构建亲清政商关系。
对外开放	要全面深化改革，扩大高水平对外开放。认真落实党和国家机构改革方案，推进国家治理体系和治理能力现代化。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试。	(四) 更大力度吸引和利用外资。扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等高标准经贸协议，主动对照相关规则，规划、管理、标准，稳步扩大制度型开放。继续发挥进出口对经济的支撑作用。做好外资企业服务，推动外资标志性项目落地建设。	四是更大力度吸引和利用外资。要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。要落实好外资企业国民待遇，保障外资企业依法平等参与政府采购、招投标、标准制定，加大知识产权和外商投资合法权益的保护力度。要积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定和数字经济伙伴关系协定等高标准经贸协议，主动对照相关规则，规划、管理、标准，深化国内相关领域改革。要为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利，推动外资标志性项目落地建设。
风险防控	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革重组工作。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产新发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。要继续抓好新冠疫情防控工作。	(五) 有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。	五是有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要依法打击违法销售行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场发展，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强中央对金融工作集中统一领导，要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。
乡村振兴	要巩固拓展脱贫攻坚成果，抓好粮食生产和重要农产品供应保障，全面推进乡村振兴。	(六) 稳定粮食生产和推进乡村振兴。稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农民就业增收长效机制。加强农田水利和高标准农田等基础设施建设。深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑。发展乡村特色产业，拓宽农民增收致富渠道。巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决防止出现规模性返贫。	要全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫。谋划新一轮全面深化农村改革。推动共建“一带一路”高质量发展。深入实施区域重大战略和区域协调发展策略。
绿色转型	要加强生态环境系统治理。	(七) 推动发展方式绿色转型。深入推进污染防治。加强城乡环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策、发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。	要推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国。
民生保障	要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要以“时时放心不下”的责任感，持续抓好安全生产。要做好迎峰度夏电力供应保障。要巩固拓展脱贫攻坚成果，抓好粮食生产和重要农产品供应保障，全面推进乡村振兴。要加强生态环境系统治理。各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业和基层解决困难。	(八) 保障基本民生和发展社会事业。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新发展。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加强老年服务体系建设。完善生育支持政策体系，保障妇女、儿童、老年人、残疾人合法权益。做好军人军属、退役军人和其他优抚对象优待抚恤工作。繁荣发展文化事业和产业。提升社会治理效能。强化安全生产监管和防灾减灾救灾。全面加强总体国家安全观，建设更高水平的平安中国。	社会政策要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。加强新就业形态劳动者权益保障，稳妥推进养老保险全国统筹。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院

三、把握主线投资机会

4月下旬以来，市场快速调整，宽基指数整体深度下跌随后又反弹。截至4月28日收盘，万得全A较上年末上涨5.6%。科创50、中证1000、上证指数等相对全A获得超额收益；创业板指则跌入负收益率区间，较上年末下跌0.94%。如图5所示。

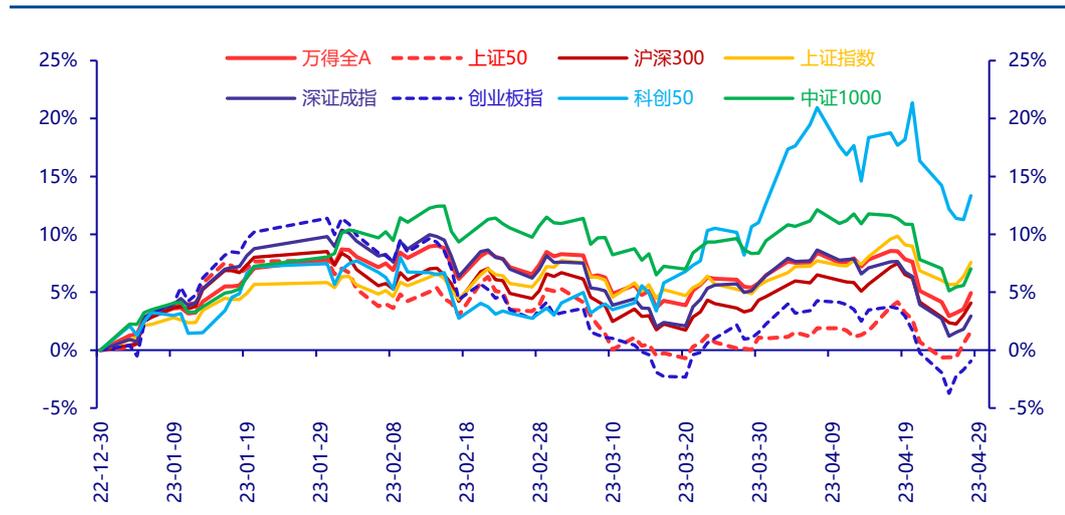
国家统计局4月27日公布数据显示，1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额15167.4亿元，同比下降21.4%。

1-3月份，采矿业实现利润总额3604.5亿元，同比下降5.8%；制造业实现利润总额10207.6亿元，下降29.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额1355.4亿元，增长33.2%。

1-3月份，在41个工业大类行业中，10个行业利润总额同比增长，1个行业持平，1个行业减亏，28个行业下降，1个行业由盈转亏。主要行业利润情况如下：电力、热力生产和供应业利润总额同比增长47.9%，电气机械和器材制造业增长27.1%，通用设备制造业增长7.4%，

石油和天然气开采业下降 4.8%，煤炭开采和洗选业下降 4.9%，专用设备制造业下降 10.1%，农副食品加工业下降 18.4%，汽车制造业下降 24.2%，非金属矿物制品业下降 30.6%，纺织业下降 34.0%，化学原料和化学制品制造业下降 54.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 57.5%，有色金属冶炼和压延加工业下降 57.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 97.1%，黑色金属冶炼和压延加工业由盈利转为亏损。

图 5. 2023 年 1-4 月大盘指数累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

1-3 月份，规模以上工业企业实现营业收入 31.18 万亿元，同比下降 0.5%；发生营业成本 26.52 万亿元，增长 0.6%；营业收入利润率为 4.86%，同比下降 1.30 个百分点。

3 月份，工业生产稳步回升，企业利润降幅有所收窄。

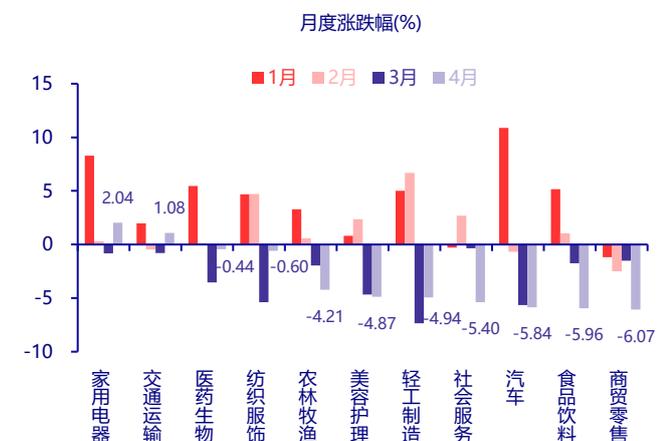
3 月份，受宏观经济运行向好、市场需求恢复带动，全国规模以上工业企业营业收入同比增长 0.6%，而 1—2 月份为下降 1.3%，扭转了去年 11 月份以来持续下降的局面。营业收入增长促进工业企业利润改善，3 月份规上工业企业利润同比下降 19.2%，降幅较 1—2 月份收窄 3.7 个百分点。在 41 个工业大类行业中，有 22 个行业利润增速较 1—2 月份加快或降幅收窄、由降转增，占 53.7%。

结合 4 月 28 日中央政治局会议精神，A 股市场主线投资机会已经明晰，建议关注以下三条主线轮动：（1）消费：食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等；（2）国产科技替代创新：计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域；（3）中国特色估值重塑主题：能源、基建、房地产产业链等。

（一）消费细分领域：消费复苏与升级

2023 年，1-3 月，社会消费品零售总额中，商品零售累计同比增长 4.9%，而餐饮收入累计同比增长 13.9%，均较 1-2 月有所提高。在限额以上企业商品零售总额中，1-3 月，家具零售额增长 4.6%，较 1-2 月增速下降 0.6 个百分点，而汽车零售总额下降 2.3%，较 1-2 月降幅有所收窄，但仍处于下降区间，表明大宗消费意愿有待提高。

图 6. 消费行业 2023 年总体先涨后跌



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7. 2023 年 1-4 月消费行业多数行业下跌



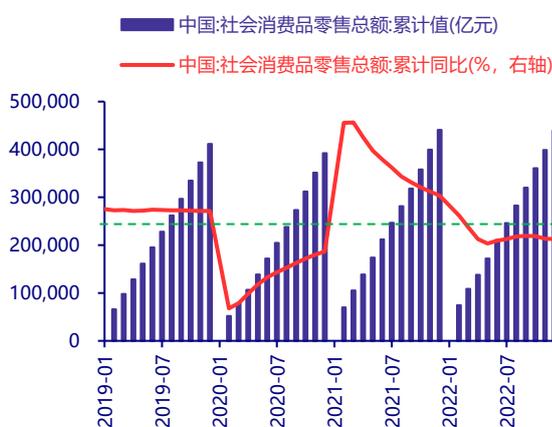
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 4. 消费行业营收同比增速与净利润同比增速

证券简称	营业收入同比增长率(%)						证券简称	归属母公司净利润同比增速(%)					
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
交通运输	37.21	21.75	12.13	9.74	7.16	9.91	交通运输	1,268.41	41.12	-23.15	-28.17	-42.15	162.10
社会服务	17.42	-4.16	-17.45	-11.23	-9.45	14.57	社会服务	49.42	-37.82	-4,696.17	-3,803.00	-82.67	115.57
农林牧渔	16.63	-0.12	3.71	9.94	17.75	24.83	农林牧渔	-151.93	-197.32	-209.27	133.51	963.34	79.85
美容护理	-1.76	0.22	4.89	6.14	7.71	7.19	美容护理	50.23	-27.52	-17.29	-18.53	-13.20	28.06
汽车	9.30	-5.61	-9.67	0.51	7.13	13.88	汽车	22.63	-15.07	-20.25	-5.03	13.13	25.23
家用电器	15.99	7.20	3.11	2.58	-1.89	5.22	家用电器	9.69	12.57	14.36	14.11	19.31	20.93
食品饮料	10.46	7.21	6.49	7.25	7.34	10.72	食品饮料	11.35	18.18	13.67	13.24	11.21	17.95
纺织服装	12.10	4.35	1.45	0.14	-1.86	8.66	纺织服装	179.20	-16.17	-23.15	-27.41	-15.15	9.39
医药生物	12.49	13.01	9.44	9.34	9.48	9.41	医药生物	50.76	27.66	9.81	7.49	-1.33	5.40
商贸零售	4.06	-11.76	-10.84	-9.16	-5.38	2.69	商贸零售	-265.21	-12.27	-5.32	6.73	-38.68	1.75
轻工制造	25.19	7.34	6.70	5.88	3.14	-2.71	轻工制造	4.04	-40.25	-32.55	-27.02	-21.35	-14.39

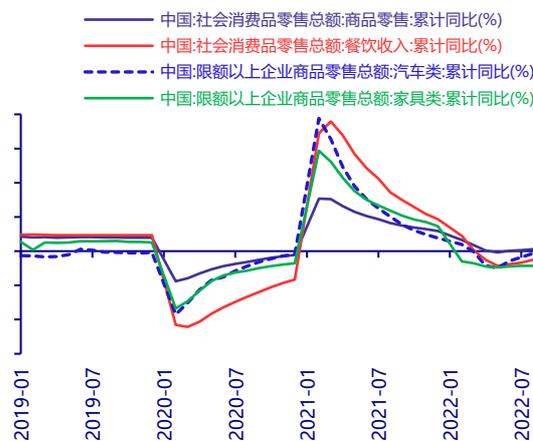
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8. 2023 年社会消费品零售总额增速转正



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9. 2023 年商品零售、餐饮、汽车、家具零售增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

作为体验式消费，旅游出行中的“吃喝住行”均能直接显现消费效果，有望带动消费进一步

步复苏。作为传统消费旺季，叠加近期的估值明显回调，使得旅游、交通、饮料等板块已具备投资价值。如图 6、7 所示，及见表 4。

部分消费品行业盈利状况有所改善。如图 8、9 所示。3 月份，扩内需促消费政策效应持续释放，消费恢复势头较好，部分消费品制造行业盈利好转。在 13 个消费品制造行业中，有 7 个行业盈利较 1—2 月份改善。其中，酒、饮料和精制茶行业利润同比增长 39.9%，增速较 1—2 月份明显加快；食品、家具行业利润分别增长 0.8%、0.7%，利润均由降转增；纺织、印刷、化纤、造纸行业利润降幅均较 1—2 月份收窄。见表 5。

表 5. 消费行业 PE(TTM)及其分位数

证券简称	PE(TTM)					证券简称	PE 估值分位数%(2010 年以来)				
	2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底		2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底
医药生物	23.41	24.73	24.77	23.95	24.44	医药生物	2.04	6.49	6.63	3.69	5.47
交通运输	11.66	11.88	11.87	12.38	12.71	交通运输	1.68	3.72	3.60	5.93	7.29
家用电器	13.34	14.46	14.51	14.50	14.63	家用电器	15.40	27.92	28.75	28.55	30.73
纺织服饰	22.77	23.88	25.18	24.03	23.93	纺织服饰	24.38	34.04	42.66	35.86	34.78
轻工制造	30.49	31.92	33.84	31.09	28.30	轻工制造	40.51	44.84	52.09	42.38	35.75
农林牧渔	98.16	101.47	101.57	98.03	36.94	农林牧渔	93.67	95.02	95.12	93.54	40.88
食品饮料	34.36	36.13	36.52	35.58	33.10	食品饮料	64.18	70.50	72.96	68.16	59.10
美容护理	44.08	44.13	45.23	57.28	52.54	美容护理	58.34	58.56	63.89	88.41	80.73
商贸零售	39.27	38.82	37.80	38.27	38.46	商贸零售	82.82	81.77	79.59	80.52	80.84
汽车	30.96	34.49	34.31	30.79	29.26	汽车	87.13	94.31	93.97	86.71	81.67
社会服务	120.15	119.50	122.46	122.90	109.15	社会服务	93.76	93.53	94.82	94.99	91.19

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

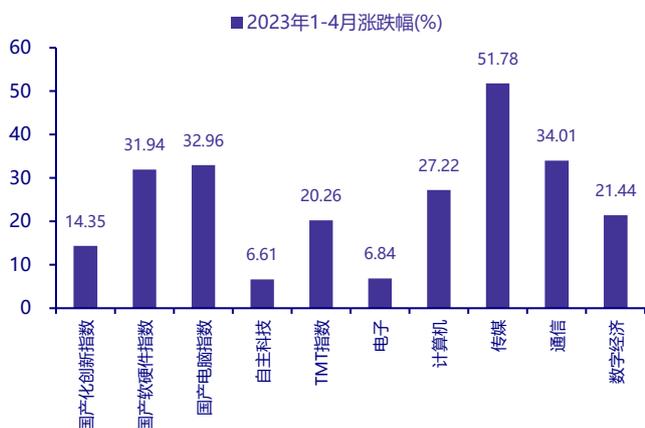
（二）国产科技替代创新：TMT

国产科技替代创新涉及计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。TMT 行业当前处于市场高点，不少投资者会选择获利了结。但，TMT 细分领域中，电子板块估值修复弱于计算机与传媒，由于科技是今年的大主线，加上估值并未高估，依然看好电子的估值空间。总体上，基于以下逻辑：一是 AI 商用带来的算力需求，算力需要大量高性能芯片来实现。二是 TMT 行业存在周期性，每轮下行周期大约持续 1-2 年，而本轮下行周期正好从 2021 年开始。设备更新周期与库存周期底部越来越明显，市场流动性走在了前列，涌向了 TMT。三是从估值角度来看，在经历了长时间的“挤泡沫”过程后，尤其是近期国证芯片的估值明显抬头。目前的市盈率(TTM)为 48.42，跟一年前的位置差不多，但对比前几年，还算不上太高。如图 10、11 所示，及见表 6、7。

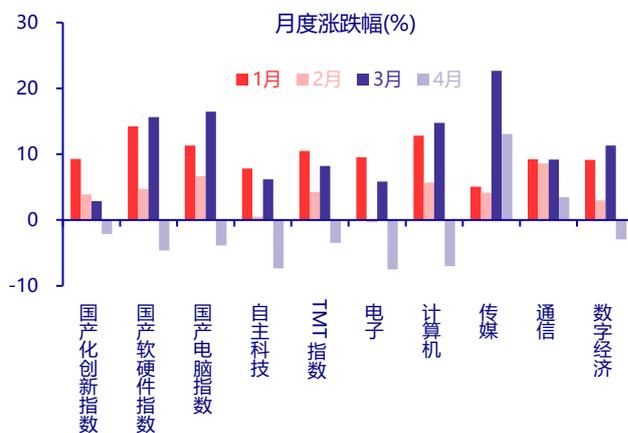
4 月 26 日，工信部统计数据显示，一季度，我国软件和信息技术服务业运行态势持续向好，软件业务收入 24415 亿元，同比增长 13.5%。其中，云计算、大数据服务共实现收入 2620 亿元，同比增长 16.6%，占信息技术服务收入的比重为 16.5%。

科技创新板块中，许多细分领域又是卡脖子的关键，4 月 28 日中央政治局会议重点强调了推动经济实现质的提升和量的合理增长，提出新能源汽车和人工智能是当前促进经济增长

的重要动力。其中，新能源汽车产业链较长，涉及上游能源绿色转型，上游有色金属等原材料研发、生产，下游电池、储能设施等研发。人工智能是数字经济时代的关键。

图 10.2023 年以来科技创新主题细分领域涨幅


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11.2023 年以来科技创新主题细分领域月度涨跌幅


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6. 科技创新主要指数和板块业绩状况

证券简称	营业收入同比增长率(%)					2023Q1	证券简称	归母净利润同比增速(%)					2023Q1
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4			2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	
国产化创新指数	15.91	7.44	4.05	8.20	14.77	17.33	国产化创新指数	31.42	6.96	-2.43	-1.63	5.49	23.06
国产软硬件指数	24.98	17.95	9.13	6.94	4.68	-6.59	国产软硬件指数	60.39	-36.33	-22.56	-39.84	-31.26	-9.30
国产电脑指数	14.41	20.51	16.03	9.11	7.51	-8.63	国产电脑指数	26.00	37.32	7.37	-11.44	-17.08	-39.51
自主科技	33.06	16.03	8.43	5.85	1.81	3.97	自主科技	62.19	4.72	-6.39	-18.69	-22.00	1.46
TMT指数	15.49	6.71	4.95	7.20	10.28	5.33	TMT指数	56.16	0.64	-4.18	-3.41	-6.14	-1.05
电子	13.41	-3.03	-5.39	-2.66	4.67	-2.81	电子	90.63	-12.27	-21.68	-30.67	-34.44	-48.80
计算机	13.78	13.33	3.67	2.36	1.60	-2.17	计算机	-18.36	-91.58	-57.92	-63.17	-41.66	-13.44
传媒	6.95	-3.86	-8.04	-6.04	-3.98	1.07	传媒	504.35	-18.22	-26.84	-28.62	-30.00	3.24
通信	12.23	9.88	9.48	8.68	8.68	8.54	通信	-63.55	22.78	116.05	38.62	38.18	7.99

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7. 科技创新主要指数和板块估值变动

证券简称	PE(TTM)					证券简称	PE 估值分位数(%) (2010 年以来)				
	2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底		2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底
国产化创新指数	22.21	24.03	24.35	23.34	22.74	国产化创新指数	17.21	38.77	43.65	29.68	22.06
国产软硬件指数	70.12	79.47	83.07	99.41	121.07	国产软硬件指数	80.82	93.13	96.27	99.02	100.00
国产电脑指数	43.74	47.35	50.70	58.23	71.76	国产电脑指数	13.36	25.46	30.25	42.51	60.12
自主科技	32.25	34.64	35.78	37.88	40.60	自主科技	19.75	27.13	30.88	35.50	39.25
TMT 指数	31.59	34.81	35.61	39.10	40.64	TMT 指数	4.22	11.59	13.42	21.80	24.54
电子	28.66	31.38	31.44	34.24	35.92	电子	7.88	13.57	13.95	19.85	24.85
计算机	48.30	54.53	57.84	65.15	69.41	计算机	32.51	53.99	63.30	79.67	84.21
传媒	31.79	33.46	34.76	42.54	46.90	传媒	22.13	27.16	30.66	53.86	61.93
通信	24.38	26.34	28.58	31.12	30.78	通信	0.15	2.10	4.30	8.68	8.08
数字经济	31.51	34.26	36.27	40.32	43.49	数字经济	25.90	53.24	73.38	86.33	99.28

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 中国特色估值体系：央国企估值重塑

中国特色估值重塑主题涉及能源、基建、房地产产业链等。

能源作为上游行业，具有较强垄断属性，涉及企业主要是中央国有企业，与中国特色估值体系相关性较大。其中，煤炭行业，要在能源保供与促进能源绿色低碳转型之间寻找平衡。

中特估指数去年10月至今，累计上涨33.04%。成分股涉及79家公司，全是中央国有企业，等权重。其中，建筑装饰公司11家，占比13.9%；其次是金融类公司，银行8家，非银金融3家；其次是计算机公司，占比10.1%。

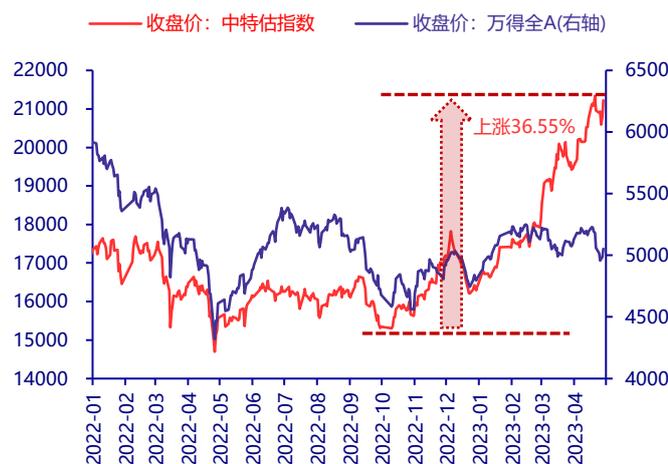
财政部表示，一季度国有企业经济运行持续向好，主要效益指标保持增长。当季国有企业实现营业总收入197630.6亿元，同比增长6.4%；利润总额11247.1亿元，增长12.4%。A股中国特色估值体系（“中特估”）概念公司去年及今年一季度成绩单接近尾声。截至目前，超70家“中特估”概念公司披露了去年年报，营收合计突破23.9万亿元，净利润超2万亿元。30余家披露了今年一季报，整体表现稳中有增，营收和净利润分别为2.1万亿元和1221亿元。见表8，及如图12-15所示。

表 8. 中特估概念业绩状况

证券简称	营业收入同比增长率(%)						证券简称	归属母公司净利润同比增速(%)					
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
中特估指数	19.46	19.01	14.71	11.88	9.03	4.29	中特估指数	24.22	12.17	10.45	8.70	7.67	8.63
中证国企	19.42	10.93	7.64	6.45	5.59	4.34	中证国企	20.54	4.81	1.77	0.24	-0.26	8.85
中证央企	18.31	14.09	10.86	8.96	6.36	3.87	中证央企	19.73	5.26	3.63	2.55	1.25	10.87
中证民企	20.49	14.85	12.00	14.28	15.47	8.79	中证民企	-13.43	-3.35	-3.40	1.35	2.39	-0.88

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 12. 2022 年 10 月以来中特估概念涨幅



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 13. 2022 年 10 月以来中特估概念估值提升



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 14. 2022 年 11 月以来国企投资价值凸显



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15. 2022 年 11 月以来国企估值提升



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

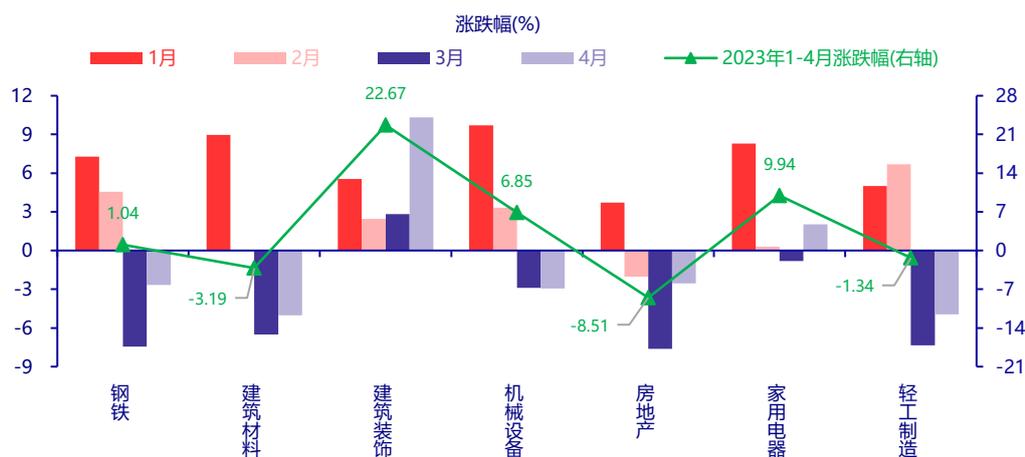
四、防范化解风险领域

(一) 稳房地产

2023 年 1-3 月, 商品房销售面积累计同比下降 1.8%, 较去年同期的-13.8%的增速与去年末-24.3%的增速均大幅好转。商品房销售额 30545 亿元, 同比增长 4.1%, 增速自 2022 年以来首次转正。

2023 年 1-3 月, 房屋新开工面积累计同比下降 19.2%, 降幅较上年末收窄 20.2%, 但受长远预期影响, 当前开工意愿仍较弱。

图 16. 2023 年以来房地产行业上下游涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4 月 28 日, 中央政治局会议在防范化解重点领域风险部分, 重点提出“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”, 欧美银行危机的余波未散。对于房地产行业, 4 月会议没有再提房企风险防范化解, 但强调“推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳

步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”2023年，房地产转型发展推进将加快。政策面，意味着房地产泡沫风险暂时得到缓解，但是化解其风险是一个长期的缓释过程。推荐关注房地产上下游交易性投资机会。如图16所示。

图 17. 房屋新开工与商品房销售周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18. 中国商品房销售面积、销售额、均价

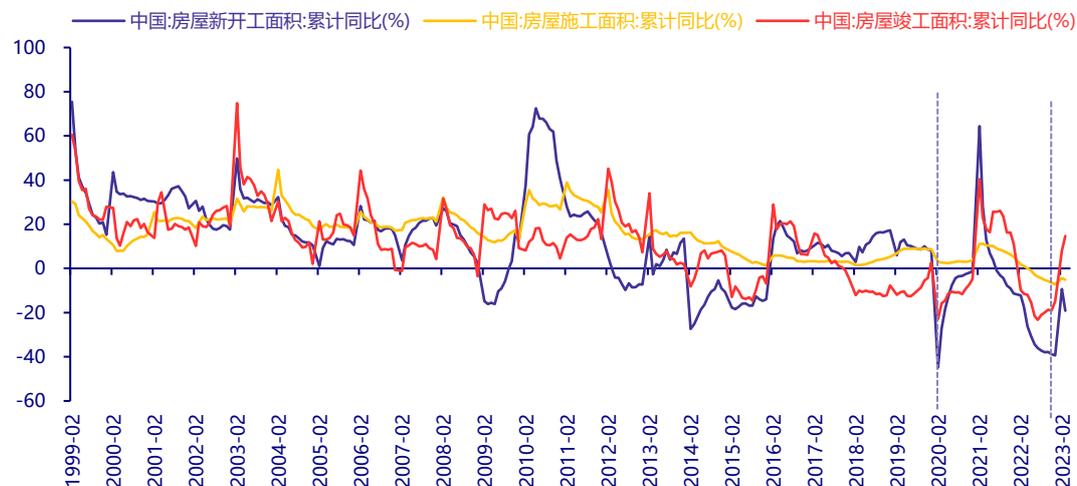


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从房地产新开工-施工-竣工的传导路径来看，2023年1-3月，房屋新开工面积24121万平方米，下降19.2%。地产开发企业房屋施工面积764577万平方米，同比下降5.2%。房屋竣工面积19422万平方米，增长14.7%，已连续两个月增速为正。如图17、18所示。

从周期角度来看，施工面积累计同比增速长期比较稳定，长期增速为正，但2022年5月以来，施工面积累计同比增速持续为负。一方面，受新开工面积下滑影响，新开工面积自2021年下半年以来连续负增长；另一方面，疫情防控以及融资端政策收紧，均影响施工进度。2023年以来，房屋新开工和竣工规模增速已由底部回升。随着房企资金面情况改善以及停工项目陆续被盘活，后续建安投资在上半年仍将呈现积极回升的态势，有利于房屋施工面积回升。

图 19. 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速

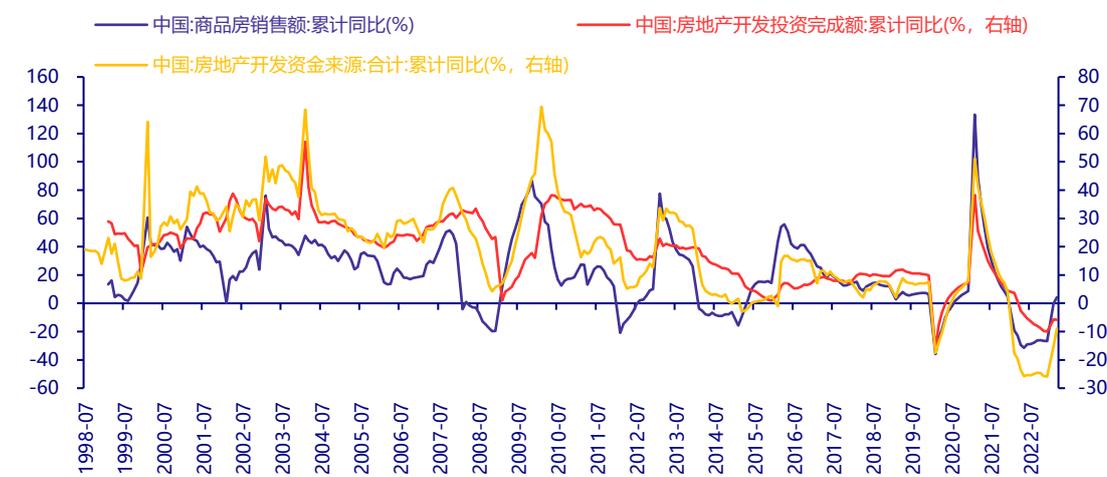


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房屋施工面积逐渐转变为竣工面积，2023 年初房屋竣工面积累计同比增速转正，主要受“保交楼”政策影响。新开工与竣工作为施工的两端，前者往往可以预判施工需求，后者则是建材装潢、家具、家电等后地产周期消费的重要指向标。如图 19 所示。

从资金短来看，2023 年房地产开发资金、投资额、销售额增速均明显回暖。据国家统计局数据，1-3 月，全国房地产开发投资完成额 25973.72 亿元，同比下降 5.8%，较去年末的 10% 降幅收窄。投资规模和增速的大幅回升主要源于两个方面：一是房企资金面的突出改善。随着 1-3 月份，房地产开发企业到位资金 34707.78 亿元，同比下降 9.0%。二是以房屋新开工和房屋竣工为主的建安投资显著提升。如图 20 所示。

图 20. 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2023 年 1-3 月，房地产开发资金合计 34707.78 亿元，同比下降 9%，降速较 1-2 月收窄 6.2 个百分点。其中，1-3 月，房地产开发资金来源中，外资 8.06 亿元，同比下降 22.7%；国内贷款 4994.69 亿元，同比下降 9.6%；自筹资金 10170.88 亿元，同比下降 17.9%；其他资金 19534.15 亿元，同比下降 3.43%。其他资金项中，1-3 月，定金及预收款 11909 亿元，同比下降 2.8%，个人按揭贷款 6188 亿元，同比下降 2.9%。因此，对房地产开发资金来源总额降幅贡献最大的是自筹资金部分，其次是外资，然后是国内贷款。

房地产开发资金来源各分项累计同比增速均已触底回升，降幅收窄，与新开工-销售-施工-竣工面积同比增速趋势比较一致。结合竣工面积同比增速转正、新开工意愿较低来看，当前房地产资金主要用于“保交楼”，盘活停工项目，而非加快新项目建设。

4 月 28 日，央行公布数据显示，房地产开发贷款增速提升，个人住房贷款增速回落。2023 年一季度末，人民币房地产贷款余额 53.89 万亿元，同比增长 1.3%，比上年末增速低 0.2 个百分点；一季度增加 6718 亿元，占同期各项贷款增量的 6.3%。

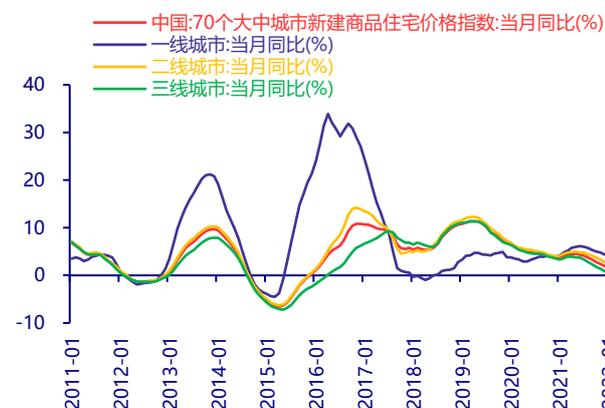
2023 年一季度末，房地产开发贷款余额 13.3 万亿元，同比增长 5.9%，增速比上年末高 2.2 个百分点。个人住房贷款余额 38.94 万亿元，同比增长 0.3%，增速比上年末低 0.9 个百分点。

根据中指研究院数据，2022 年百强企业营业收入均值达 371.6 亿元，同比下降 25.2%，增速较上年减少 13.3 个百分点。百强企业净利润均值达 21.9 亿元，同比下降 54.4%、增速较上

年减少达 24.9 个百分点。净利润均值增速连续五年均不及营业收入均值增速，且两者的差距持续扩大，部分房企净利润为负。

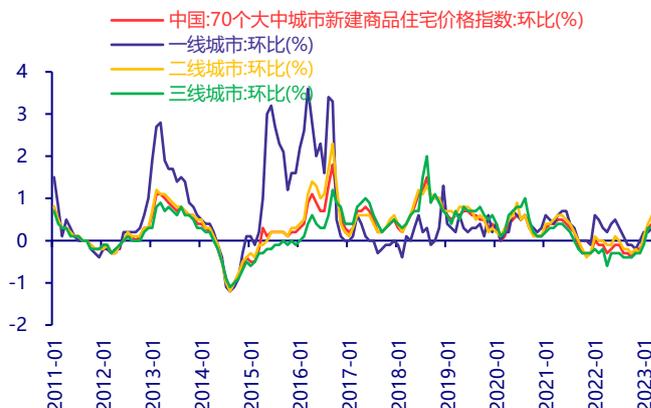
房企公布的净利润亏损原因，主要集中在因市场下行及疫情影响导致结转减少、毛利下降、投资性物业减值等方面。**首先**，由于疫情以及房企资金链紧张等因素，部分房企施工进度不及预期，导致竣工和结转面积减少，主营业务收入大幅下降，最终影响净利润。这是房地产利润下滑的普遍因素。**其次**，由于市场下行，多数房企选择不计成本去化，不仅导致销售价格低于预期，也造成营销成本进一步上升，尤其是现房项目或当年结转项目，毛利率大幅下降，造成净利润亏损。**再次**，房地产行业固有属性导致成本上升，也是造成净利润减少的重要原因。比如，项目结算价远远超出招标价，造成结转时成本大幅上升，最终导致本来盈利项目形成亏损。

图 21. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

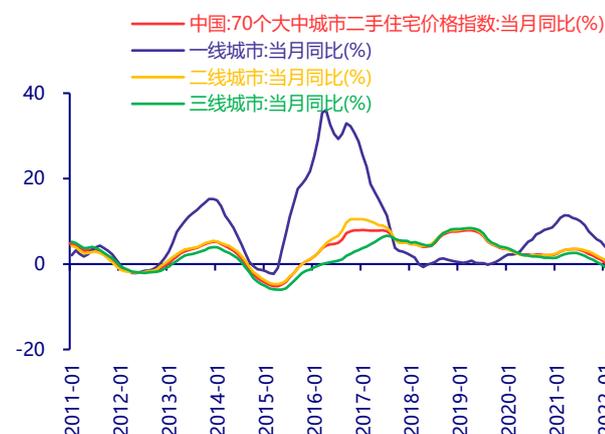
图 22. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

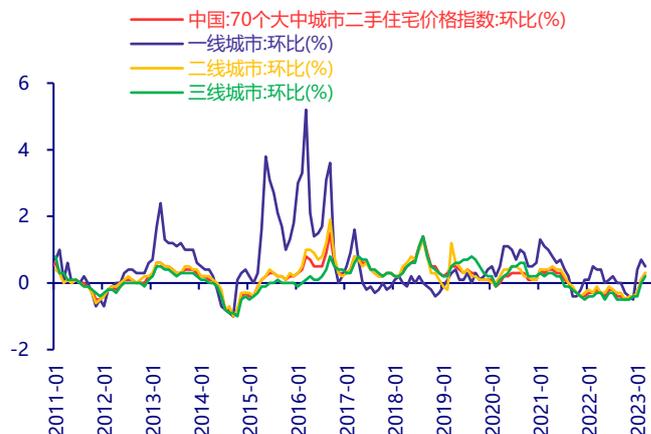
2023 年 3 月，70 个大中城市新建商品住宅价格同比下降 1.4%。其中，一线城市同比上涨 1.7%，二线城市同比下降 0.2%，三线城市同比下降 2.7%。城市分化明显，一线城市价格表现较为坚挺。**从环比来看**，3 月，70 个大中城市新建商品住宅价格环比上涨 0.4%，连续两个月环比上涨，房地产市场正在复苏。一线城市 3 月环比上涨 0.3%，连续三个月环比上涨；二线城市 3 月环比上涨 0.6%，涨幅领先；三线城市 3 月环比上涨 0.3%。如图 21、22 所示。

图 23. 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 24. 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速

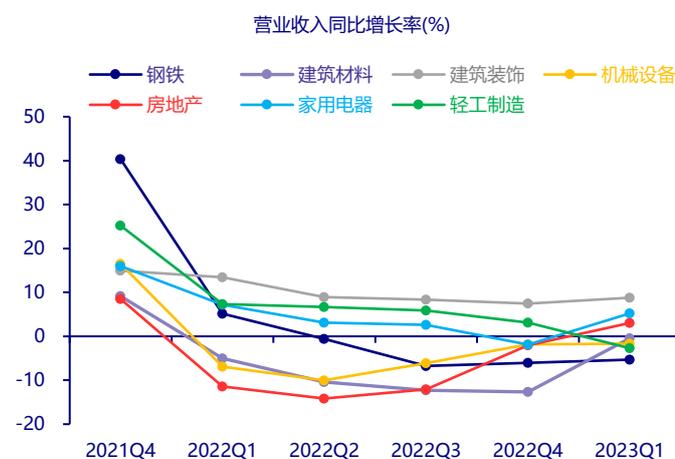


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二手房市场与新房市场同步回暖，但后涨交易热度更高。2023年3月，70个大中城市二手住宅价格指数同比下跌2.9%，但环比上涨0.3%，环比已连续两个月转正。其中，一线城市3月二手住宅价格指数同比上涨1.1%，环比上涨0.5%，环比增速连续三个月为正值；二线城市、三线城市同比下跌2.4%、下跌3.9%，环比上涨0.3%、0.2%，2-3月二手住宅价格指数均上涨，但涨幅小于一线城市。如图23、24所示。

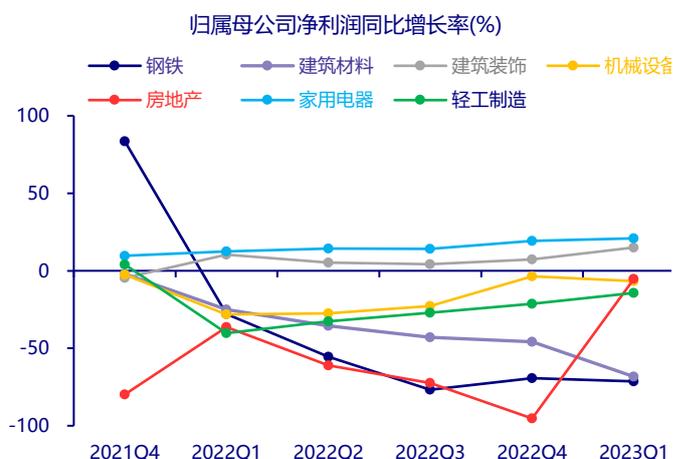
今年以来，房地产市场底部企稳回升，也带动了上下游产业链的修复，从业绩到估值均有不同程度的提速。如图25、26及表9所示。

图 25. 2022 年固定资产投资累计值同比增速减缓



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 26. 2022 年房地产投资累计值同比增速下滑至负值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 9. 房地产上下游产业链估值变动

证券简称	PE(TTM)					证券简称	PE 估值分位数(%) (2010 年以来)				
	2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底		2022 年末	1 月底	2 月底	3 月底	4 月底
钢铁	16.39	17.57	18.36	17.88	19.49	钢铁	37.95	42.00	44.16	43.05	46.65
建筑材料	13.92	15.17	15.19	16.94	17.47	建筑材料	23.53	35.52	35.66	43.93	46.94
建筑装饰	9.00	9.55	9.80	9.76	11.23	建筑装饰	6.40	15.37	20.02	19.21	41.18
机械设备	29.60	32.44	33.61	31.60	30.02	机械设备	50.45	63.97	67.12	61.39	52.56
房地产	13.05	13.53	13.27	13.97	14.36	房地产	44.02	48.24	45.92	51.13	53.55
家用电器	13.34	14.46	14.51	14.50	14.63	家用电器	15.40	27.92	28.75	28.55	30.73
轻工制造	30.49	31.92	33.84	31.09	28.30	轻工制造	40.51	44.84	52.09	42.38	35.75

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 稳地方债

4月28日中央政治局会议强调，要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。在当前我国推进中国式现代化、实现高质量发展进程中，防范化解城投债务风险是保持金融市场稳定、维护社会安定、促进地方经济发展的重要举措，也是统筹发展与安全、贯彻新发展理念、构建新发展格局的必然选项。以城投债为例进行分析，从大类资产配置视角，地方债存交易性机会。

表 10. 各省市投债信用利差 (单位: BP)

省份	信用利差(2023 年一季度末)			利差变化(与 2022 年末相比)		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
云南	587.79	642.63	558.96	-135.31	-6.85	-79.50
天津	444.06	522.10	467.25	-10.25	-108.74	-87.14
宁夏	378.42	534.02	-	-74.50	-81.10	-
贵州	319.89	1019.13	899.54	-59.92	-143.78	-61.07
吉林	301.85	374.77	574.21	-120.22	-78.04	-44.40
甘肃	230.74	936.16	554.85	-72.53	-434.20	-102.45
河南	225.34	224.26	474.50	-57.44	-59.65	-70.92
辽宁	185.74	416.62	494.96	-61.18	-155.96	-61.79
陕西	183.89	264.91	363.74	-48.25	-60.04	-63.43
重庆	181.96	221.89	454.76	-53.57	-66.67	-82.94
湖南	152.39	209.40	492.23	-64.10	-69.93	-75.99
四川	146.04	203.39	449.41	-49.90	-65.15	-84.54
江西	144.05	218.75	347.71	-51.24	-66.02	-49.66
山西	140.40	235.32	358.11	-91.28	-120.97	-84.75
广西	140.01	880.35	498.99	-61.61	-48.48	-49.29
山东	139.92	330.02	481.37	-36.07	-60.81	-68.49
安徽	123.44	139.62	235.90	-62.25	-71.51	-78.19
湖北	115.51	165.17	206.64	-43.79	-61.31	-81.63
黑龙江	104.42	356.96	344.79	-93.32	-81.30	-77.10
内蒙古	99.85	150.30	351.36	-65.02	-117.77	-70.15
海南	92.70	-	168.71	-72.14	-	-99.83
河北	91.70	303.54	229.42	-40.22	-66.57	-131.49
江苏	87.94	143.52	234.44	-54.47	-87.25	-93.54
新疆	85.07	148.22	322.06	-51.89	-79.80	-91.51
浙江	79.28	130.13	191.66	-43.68	-67.15	-90.51
北京	65.92	101.19	111.68	-52.32	-65.58	-60.40
广东	53.77	104.49	136.16	-26.95	-62.78	-83.25
上海	53.52	73.85	105.36	-39.04	-59.40	-85.45
福建	50.85	107.91	186.59	-25.91	-77.83	-79.99
青海	-	876.66	-	-	-130.91	-
西藏	-	107.52	-	-	-69.04	-

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

对于地方债务风险，风险越大，投资者要求的补偿越高，从而信用利差越大。截至 2023 年一季度末，各评级城投债利差均存在显著的省级差异。从 AAA 级城投债来看，第一层级为云南 (587.79BP)、天津 (444.06BP)、宁夏 (378.42BP)、贵州 (319.89BP)、吉林 (301.85BP) 等 5 个地区，信用利差均高于 300BP；第二层级为甘肃、河南、辽宁、陕西、重庆、湖南等 6 个省份，信用利差均高于 150BP。第三层级为四川、江西、山西、广西、山东、安徽、湖北、黑龙江等 8 个省份，信用利差在 100-150 区间；第四层级为内蒙古、海南、河北、江苏、新疆、浙江、北京、广东、上海、福建等 10 个地区，信用利差均低于 100BP。如表 10 所示。

从纵向来看，疫情爆发以来，各省信用利差总体上涨。以云南等信用利差较高的省份为例，2020 年 4 月末，云南省 AAA 级城投债信用利差为 237.82BP，2023 年 3 月 31 日，上升至 587.79BP，上涨了 349.97BP，涨幅较大。

五、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1.2023Q1 各产业对 GDP 累计同比贡献率变化	4
图 2. 消费、投资、净出口对 GDP 累计同比贡献率	4
图 3. 3 月 CPI 与核心 CPI 连续走低	4
图 4. 3 月 PPI 与 CPI 剪刀差扩大	4
图 5. 2023 年 1-4 月大盘指数累计收益率	8
图 6. 消费行业 2023 年总体先涨后跌	9
图 7. 2023 年 1-4 月消费行业多数行业下跌	9
图 8. 2023 年社会消费品零售总额增速转正	9
图 9. 2023 年商品零售、餐饮、汽车、家具零售增速	9
图 10. 2023 年以来科技创新主题细分领域涨幅	11
图 11. 2023 年以来科技创新主题细分领域月度涨跌幅	11
图 12. 2022 年 10 月以来中特估概念涨幅	12
图 13. 2022 年 10 月以来中特估概念估值提升	12
图 14. 2022 年 11 月以来国企投资价值凸显	13
图 15. 2022 年 11 月以来国企估值提升	13
图 16. 2023 年以来房地产行业上下游涨跌幅	13
图 17. 房屋新开工与商品房销售周期	14
图 18. 中国商品房销售面积、销售额、均价	14
图 19. 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速	14
图 20. 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速	15
图 21. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速	16
图 22. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速	16
图 23. 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速	16
图 24. 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速	16
图 25. 2022 年固定资产投资累计值同比增速减缓	17
图 26. 2022 年房地产投资累计值同比增速下滑至负值	17

表格目录

表 1. 2022 年房地产市场	3
表 3. 2023 年 4 月中央政治局会议对经济的研判	5
表 3. 2023 年 4 月中央政治局会议部署的工作重点	7
表 4. 消费行业营收同比增速与净利润同比增速	9
表 5. 消费行业 PE(TTM)及其分位数	10
表 6. 科技创新主要指数和板块业绩状况	11
表 7. 科技创新主要指数和板块估值变动	11

表 8. 中特估概念业绩状况	12
表 9. 房地产上下游产业链估值变动	17
表 10. 各省城投债信用利差（单位：BP）	18

分析师简介及承诺

杨超，策略分析师，清华大学经济管理学院经济学博士，7年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suuiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn