

# 石以砥焉,化钝为利——2023年下半年A股投资策略展望

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001

邮箱：yjs\_chenl@dwzq.com.cn

2023年6月12日

## ✓ 预期走弱，2014可能重现

- ▶ 2023年以来，PMI、出口等经济数据经历短暂修复后呈现回落态势，通胀则始终处于下行区间，地产成交量自3月起逐渐走弱，均提示疫情防控优化后经济势能的恢复不及预期。2023Q1社融同比回升，但CPI、PPI则持续下行、不及预期，说明需求端修复明显慢于供给端。企业融资利率持续下行，已处于较低水平，但工业企业盈利仍为负增长，企业资本开支意愿边际走弱，需求恢复较慢。因此，当前经济堵塞点在于需求侧。
- ▶ 破局的可能方式，中央或将依靠居民转移支付刺激需求端。中国政府部门杠杆率低于全球主要国家，疫情后，地方政府与中央政府杠杆率差距显著扩大，地方政府债务风险限制地方加杠杆空间。因此，中央加杠杆空间较大。而居民消费行为的三大影响因素系工资收入增速、财产性收入、政府转移支付，我们认为当前背景下转移支付可行性最高，中央政府有望通过转移支付的方式发力刺激需求端。
- ▶ 和2014年前后的三大相似性：
  - 宏观背景相似：增速中枢再下一个台阶。当前经济增速中枢从“中高增长”——“中低增长”，进入高质量发展时代，利率中枢从“中等利率中枢水平”——“低利率中枢水平”；
  - 政策周期相似：股票融资占社融比的数据当前类似2013-2014，历史上，每一轮政策周期都是伴随股权融资比例的上升，在宏观杠杆率特别是地方政府的杠杆率约束下，未来中央杠杆率提升和股权融资比例加大是破局的关键。
  - 产业周期相似：当经济中枢下台阶时，新技术变化变得尤为重要，新产业可能成为转型政策的主要发力领域；2013年4G牌照发放，移动互联网方兴未艾，2013-2015年产业政策主要围绕“互联网+”；2023年，AI技术开始突破，产业政策围绕“数字经济”、“数据要素”、“AI+”发力。

## ✓ 低增长时代，该寻找怎样的投资范式

➤ 低增长时代的投资范式，结合我国和世界主要经济体的供给侧改革经验，技术是提高要素生产率的关键，从供给侧改革到供给侧创新，是拉动经济增长、扩大需求的驱动力量，是对供给侧结构性改革中“去产能、补短板”的深化和延续，对应行业赛道具体特征可以概括为：技术自主替代、能源安全、科技持续进步三大方向，以及供给格局优化角度，可以龙头市占率进一步提升逻辑寻找机会。

## ✓ 下半年市场趋势和风格研判

➤ 下半年市场趋势：美债利率走势和内需政策是关键，预计下半年A股将震荡上行。一方面，未来A股资金面的关键要看美债收益率走向。若美债收益率回落带动中美利差缩小、人民币走强，叠加国内政策预期提升或后期稳增长政策实际落地，外资将有望重回流入，为A股注入流动性，另一方面，美债利率的下行将使得国内政策空间打开，下半年刺激内需政策值得期待。

➤ 下半年市场风格展望：当前，成长-价值风格背离接近底部区域，成长风格反转的空间已经具备，但需要触发信号，下半年A股大概率将处于非典型成长风格（成长指数较弱，但主题交易和独立产业趋势的板块走势较强）向偏成长风格切换的过程，而价值风格在触发信号出现前可能仍然相对占优。

## ✓ 下半年行业和产业趋势配置的三个视角：

### ➤ 企业盈利视角：

- 机械设备和医药生物的一致预测净利润增速向好，得益于产业已经出现边际改善。TMT相关领域边际改善的空间较大，尽管一致预测净利润当前并不亮眼。消费预期差较大。当前经济堵塞点在需求侧，中央政府可能通过发放消费券或者现金补贴的形式来刺激消费，从而拉动投资与就业。

### ➤ 集中度提升视角：

- 本轮经济中枢下行叠加经济由“量”驱到“质”变的转型，下半年开始，部分领域行业集中度提升或再度重演。
  - 1) 过去几年受需求收缩和供给冲击影响的如房地产、家居、餐饮等行业，龙头在疫情期间逆势扩张加速中小企业出清，本轮温和复苏头部企业市场份额或持续提高，行业格局进一步集中；
  - 2) 行业自身发展进入升级阶段，技术迭代使得具背景下营收能力强的有持续高力度研发投入的龙头公司行业地位不断得到巩固，如光伏电池片等环节；
  - 3) 产业自身增速下行、需求疲软导致价格竞争现象出现，控费能力强、现金流坚韧的头部企业有望扩大市占率（如锂电等）
  - 4) 政策引导行业高质量发展、推动产业结构优化或者财政补贴退出加速供给端出清（如养殖业、钢铁、光伏辅材、医药中的部分环节）

### ➤ 新供给框架视角：

- AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇。下半年重点关注应用层的进展和投资机会，例如AI+游戏、影视、教育、出版、智能硬件等。

✓ 整体而言，在美债筑顶、国内政策窗口期打开的环境下，**预计下半年A股将震荡上行**。我们在面临类似**2014年前后的宏观、政策和产业环境类似的情形下**，结合当前各类约束条件，下半年开始，一方面，**需求刺激的可能性加大**，另一方面，**独立产业趋势的行业将较少受到经济预期的影响**。风格层面，下半年A股大概率将出现非典型成长风格（成长指数较弱，但主题交易和独立产业趋势的板块走势较强）向偏成长风格切换。具体行业层面，**消费行业预期差明显加大**，**AI板块则需要重点关注应用层面的突破和进展**，此外，下半年开始需要密切**关注部分行业供给格局的优化**，可能带来中期投资机会，如锂电、光伏、养殖、房地产、家居、餐饮等。

## ✓ 风险提示：

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。



## ■ 上半年市场复盘

---

■ 预期走弱，2014可能重现

---

■ 低增长时代，该寻找怎样的投资范式

---

■ 下半年市场趋势、风格和行业配置研判

---

■ 风险提示

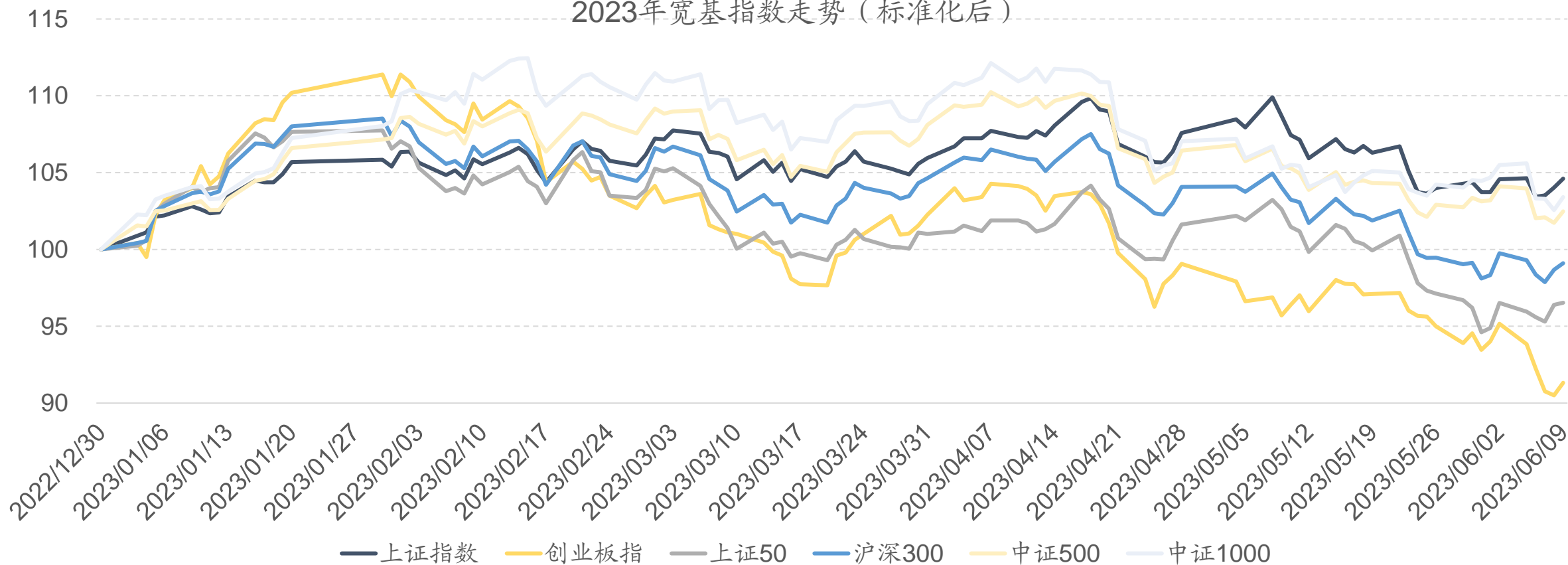
---

# 市场复盘：宽基指数涨跌各半，4月中旬行情分水岭

## ✓ 宽基指数复盘

2023年以来宽基指数走势（截至6.9）：上证指数（+4.60%）/中证1000（+3.41%）/中证500（+2.47%）/沪深300（-0.90%）/上证50（-3.47%）/创业板指（-8.68%）；  
分为两个阶段：年初至4月中旬：演绎经济复苏逻辑，指数多数上涨；4月中旬至6月初：复苏证伪，市场走弱。

2023年宽基指数走势（标准化后）



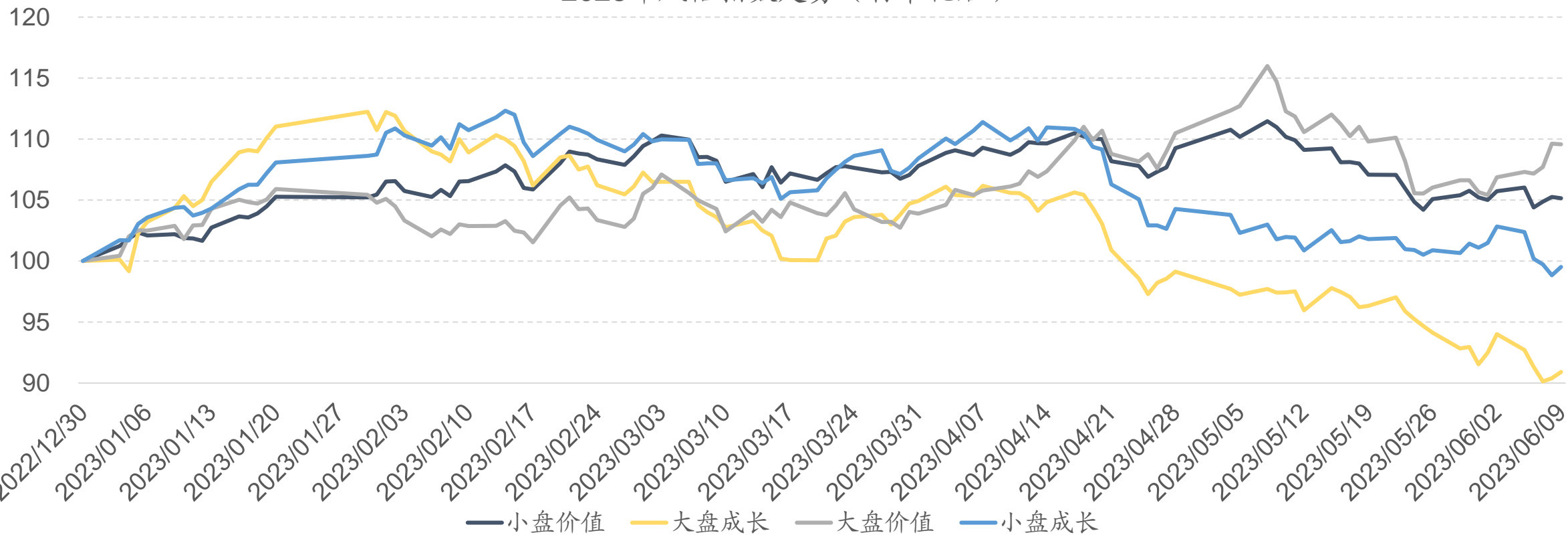
# 市场复盘：风格复盘-价值指数明显跑赢成长指数

## ✓ 风格指数复盘

2023年以来风格指数中价值指数明显跑赢成长指数，大盘价值（9.57%）/小盘价值（5.14%）明显跑赢大盘成长（-9.11%）/小盘成长（-0.49%）；

价值指数跑赢的原因：美债利率高位，价值风格占优；国内无风险利率下行，资产荒带来高分红品种需求上升；中特估主题催化。

2023年风格指数走势（标准化后）





# 市场复盘：行业复盘：冰火两重天

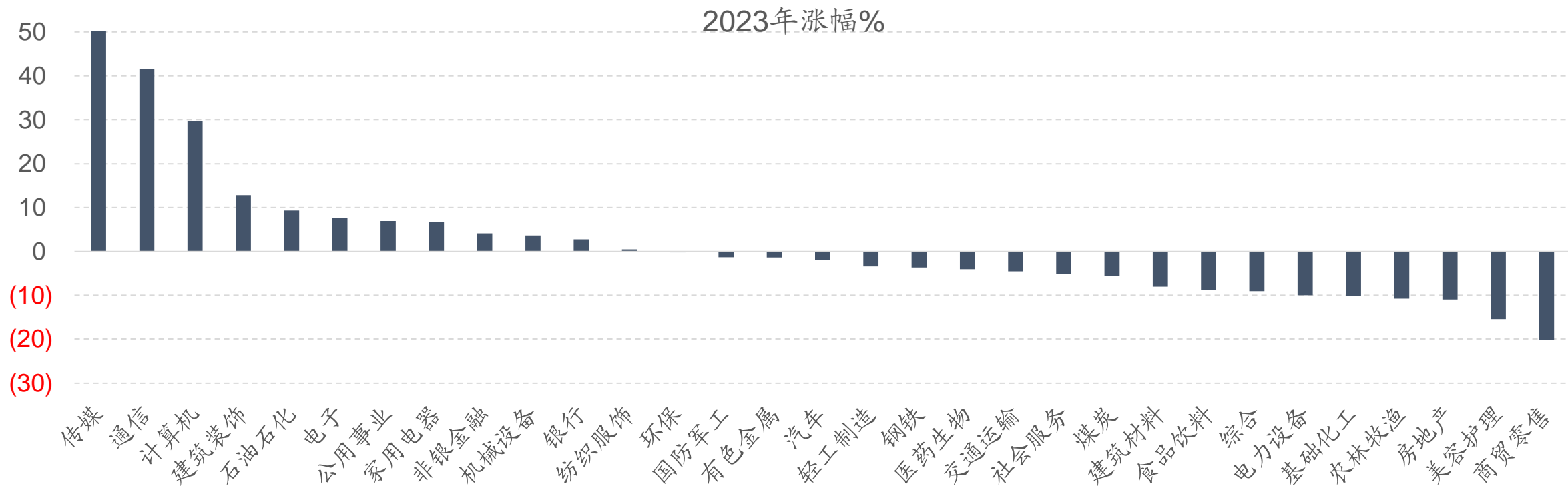
## ✓ 行业指数复盘（截至6.9）

2023年以来TMT板块有明显超额收益。

传媒（52.6%）/通信（41.6%）/计算机（29.6%）涨幅前三，AI催化；

申万一级行业指数涨跌各半；

消费行业多数下跌，复苏弱于预期；





■ 上半年市场复盘

---

■ **预期走弱，2014可能重现**

---

■ 低增长时代，该寻找怎样的投资范式

---

■ 下半年市场趋势、风格和行业配置研判

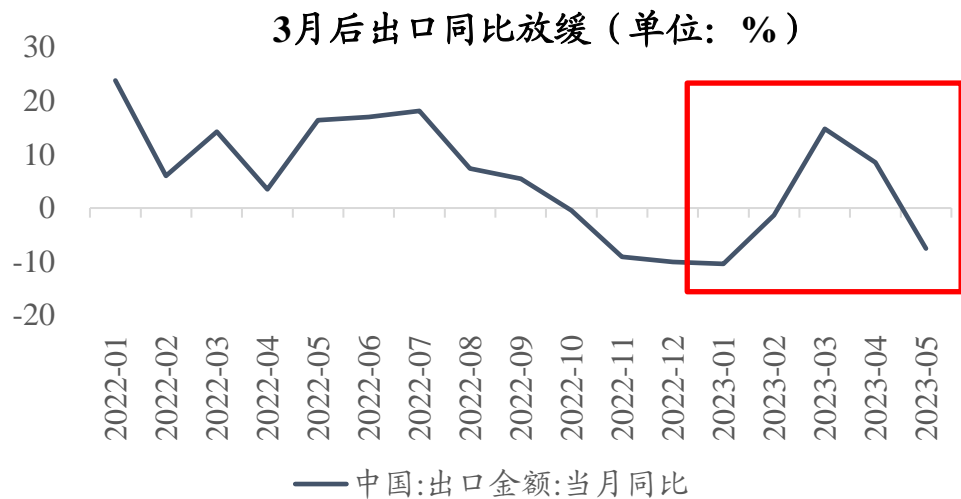
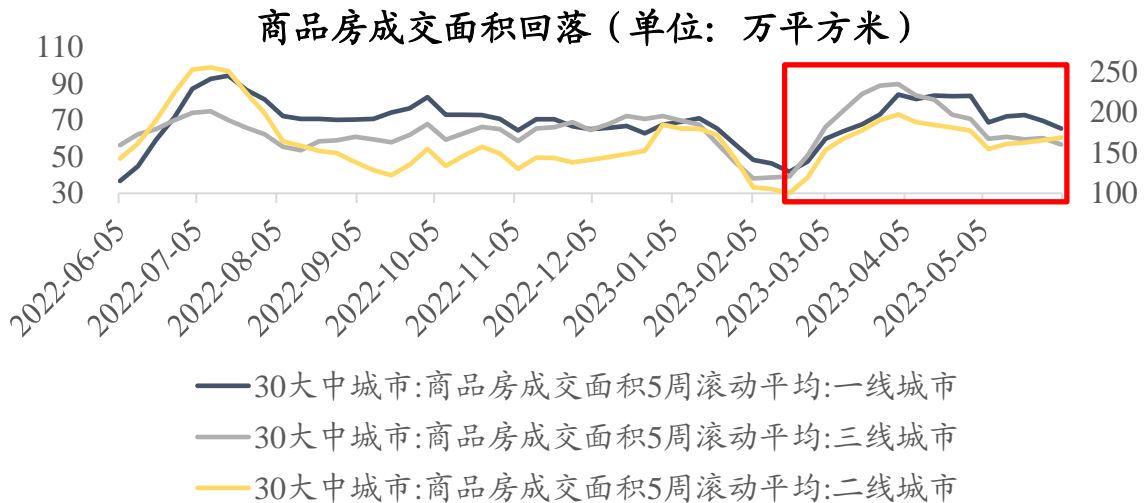
---

■ 风险提示

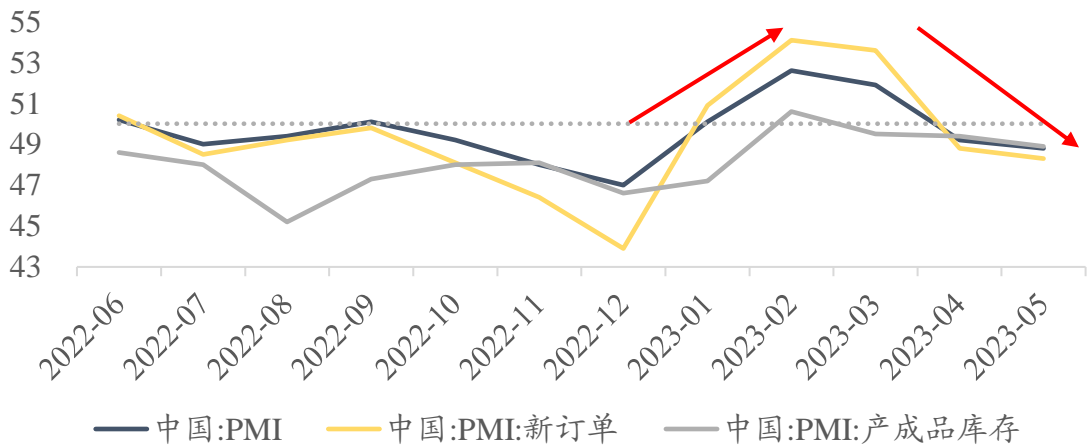
---

# 复苏预期走弱：市场信心不足的来源

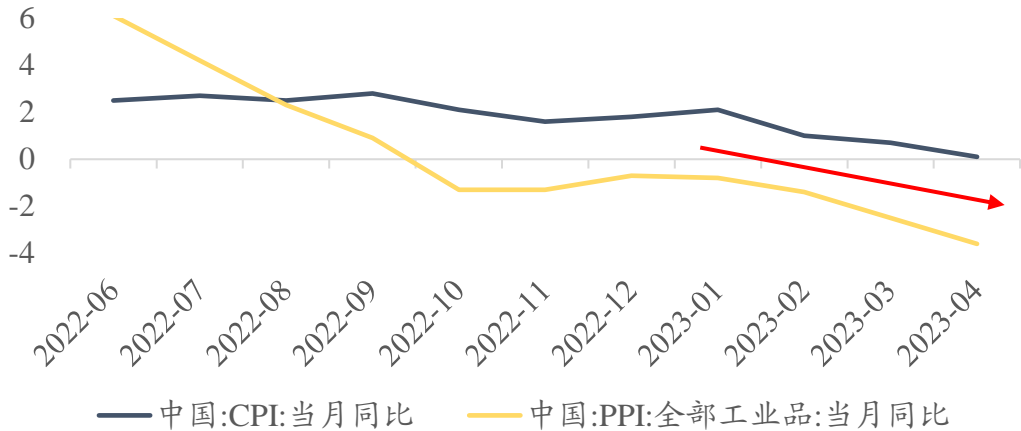
✓ 年初至今，PMI、出口等经济数据经历短暂修复后呈现回落态势，通胀则始终处于下行区间，地产成交量自3月起逐渐走弱，均提示疫情防控优化后经济势能的恢复不及预期。



### PMI自3月起边际回落, 4月开始降至荣枯线下 (单位: %)



### CPI和PPI在1月后逐月回落 (单位: %)

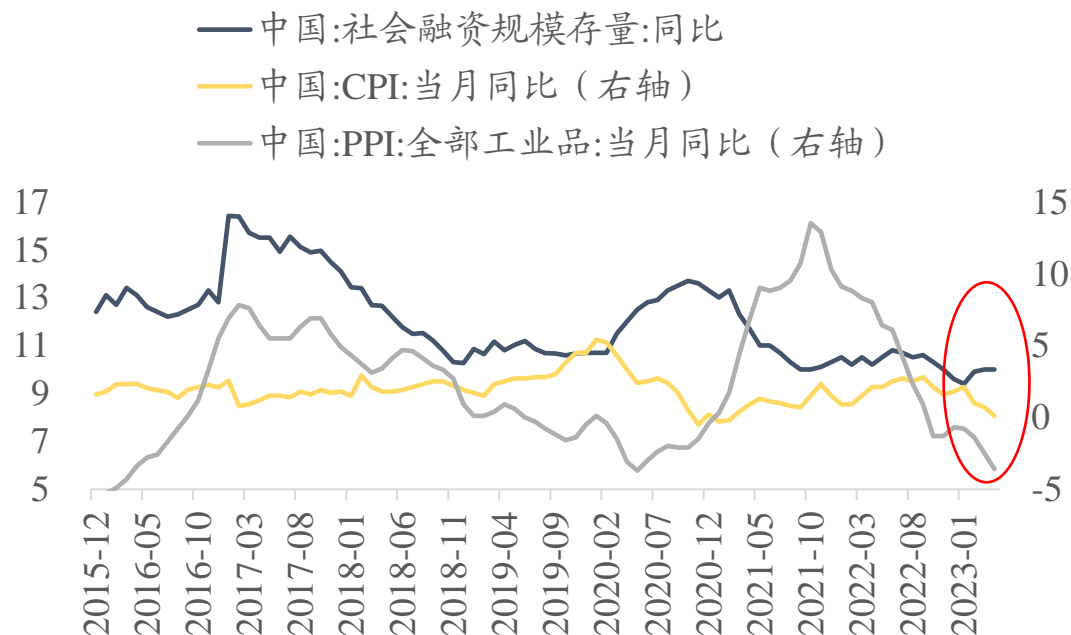


## 供给端政策力度较大，呈现出供大于求的局面

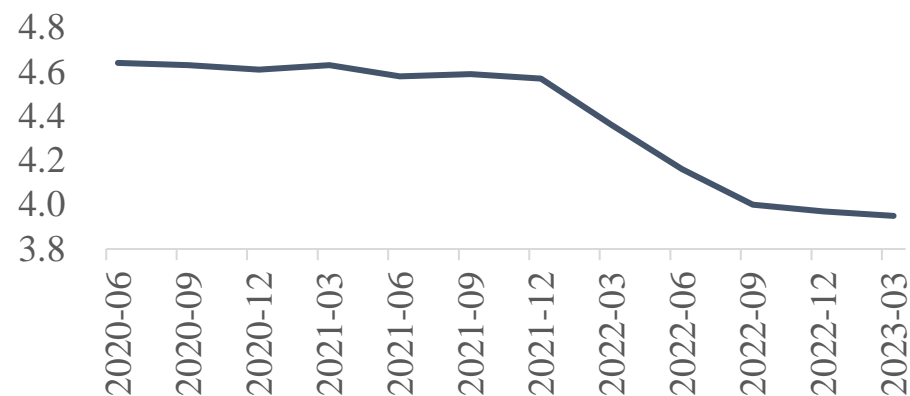
✓ 2023年至今，供给端政策力度已然较大，供给恢复速度较快，但需求仍未跟上，基本面呈现供大于求的局面。

- 2023Q1社融同比回升，但CPI、PPI则持续下行、不及预期，说明需求端修复明显慢于供给端。
- 企业融资利率持续下行，已处于较低水平，但工业企业盈利仍为负增长，企业资本开支意愿边际走弱，需求恢复较慢。

图：社融增速回升但CPI、PPI同比仍下行（单位：%）



图：企业贷款利率平稳下行（单位：%）



图：工业企业利润总额累计同比下降（单位：%）

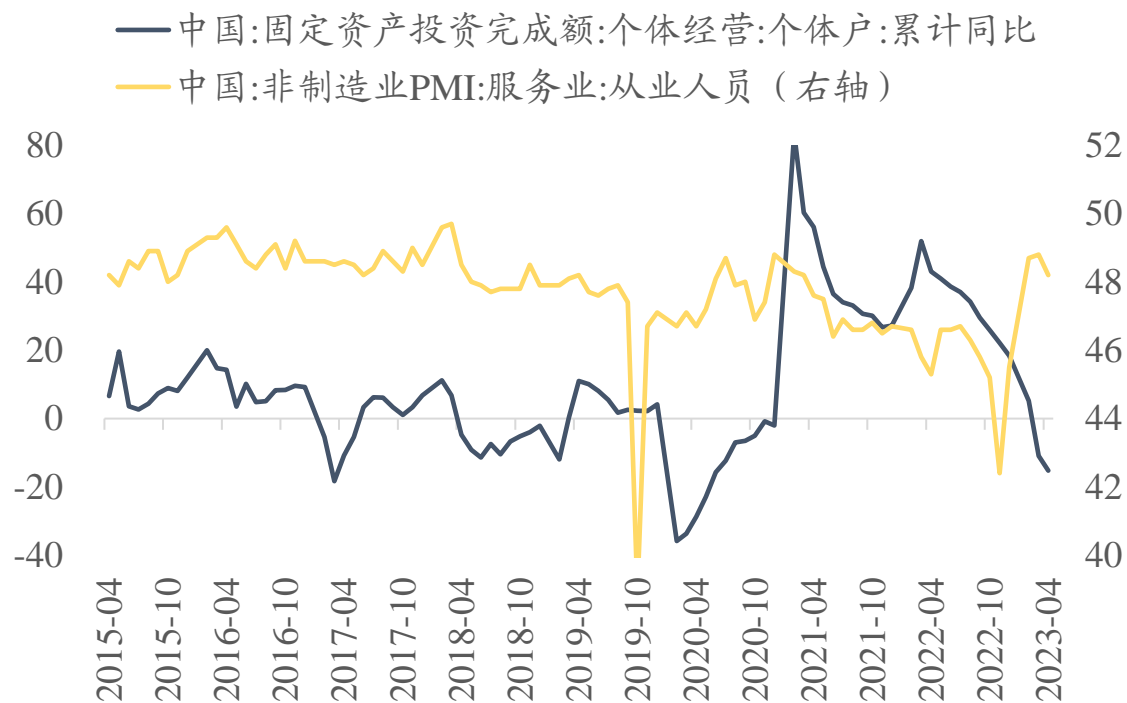


# 当前经济堵塞点在于需求侧

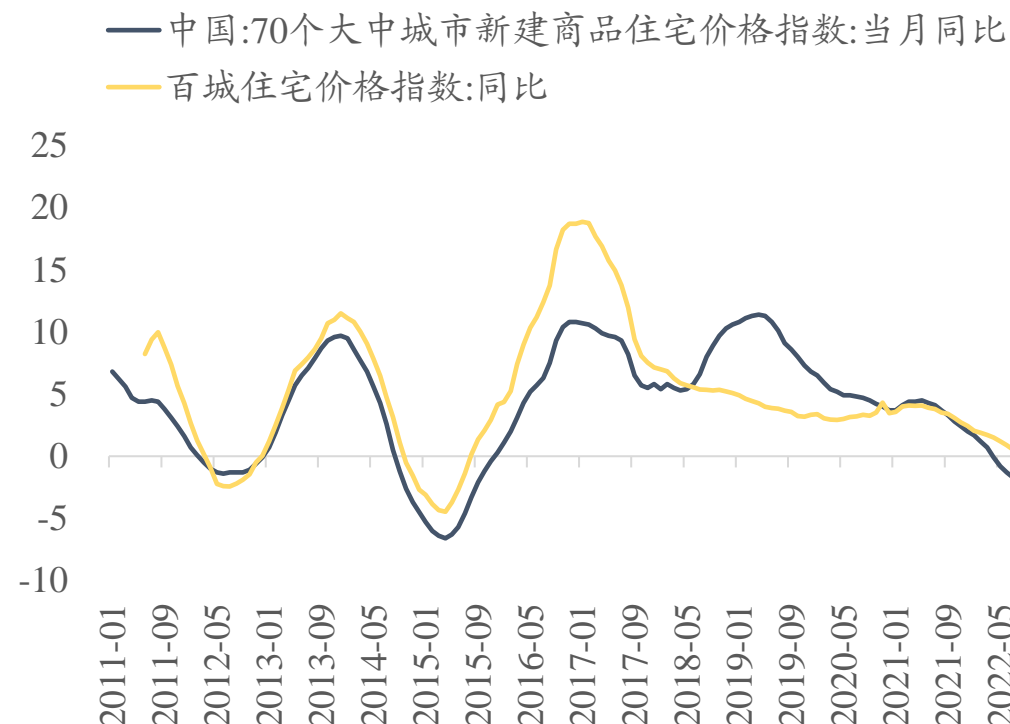
✓ 疫情对居民资产负债表造成了显著的负面影响。

- 2023年3月起，个体户固定资产投资开始呈现负增长，服务业实有从业人员规模环比减小，提示服务性消费供给收缩、就业岗位及需求人数减少。
- 房价下跌致使居民财富效应受损，挫伤消费信心。

图：个体户资本开支意愿持续下降，服务业从业人员规模收缩  
(单位：%)



图：商品房住宅价格同比下跌 (单位：%)

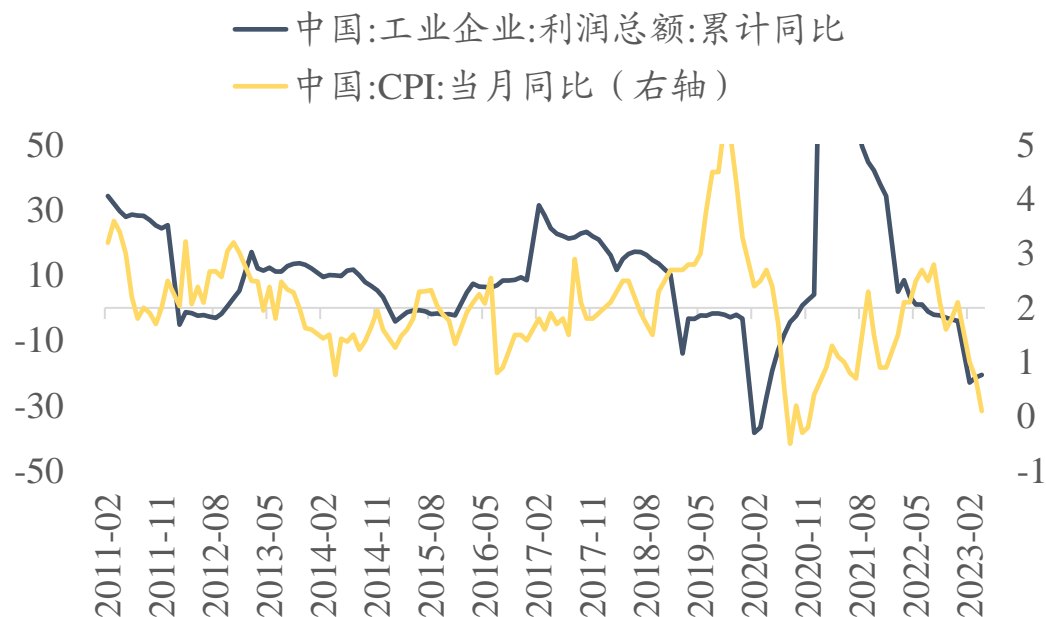


## 破局的可能方式：中央或将依靠居民转移支付刺激需求端

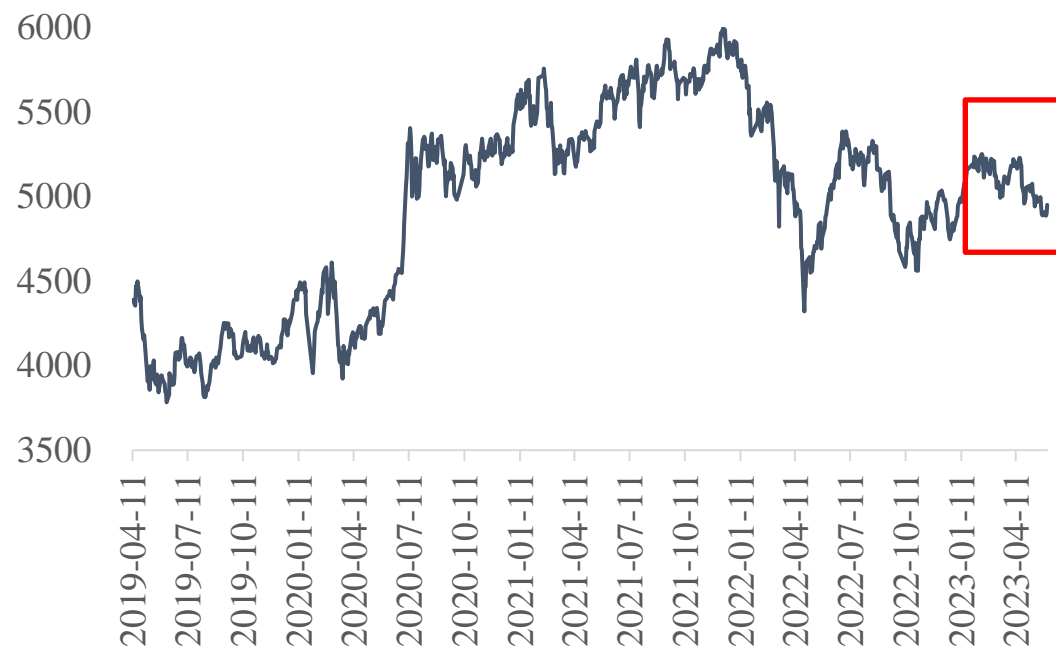
✓ 居民消费行为的三大影响因素系工资收入增速、财产性收入、政府转移支付，我们认为当前背景下转移支付可行性最高，中央政府有望通过转移支付的方式发力刺激需求端。

- 工资收入增速：今年CPI同比放缓，企业盈利增速尚未好转叠加失业率高增，居民工资收入端难以修复。
- 财产性收入：房市、股市双双承压。
- 政府转移支付：得益于我国中央政府偏低的杠杆率，可依靠中央加杠杆将资金通过现金补助、消费券、购车/购物/旅游补贴等方式转移至居民端，进而刺激消费。

图：CPI及企业盈利增速均较疲弱（单位：%）



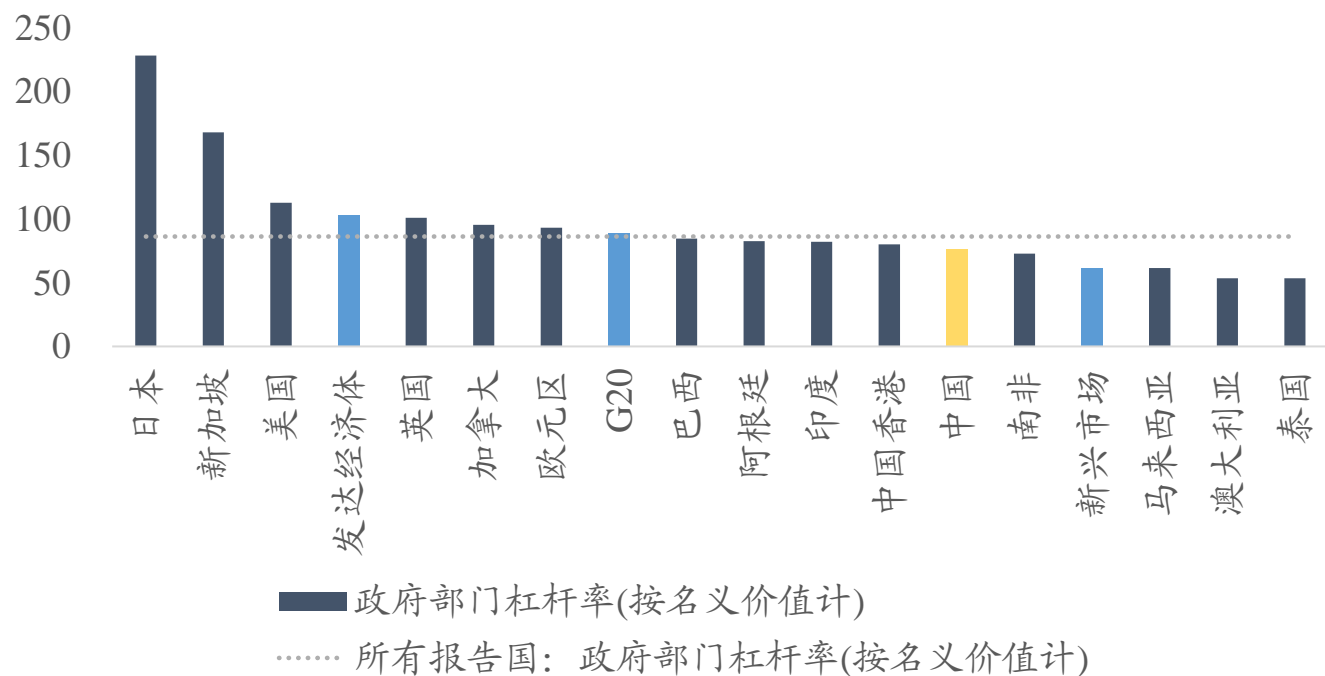
图：万得全A近期震荡回落（单位：%）



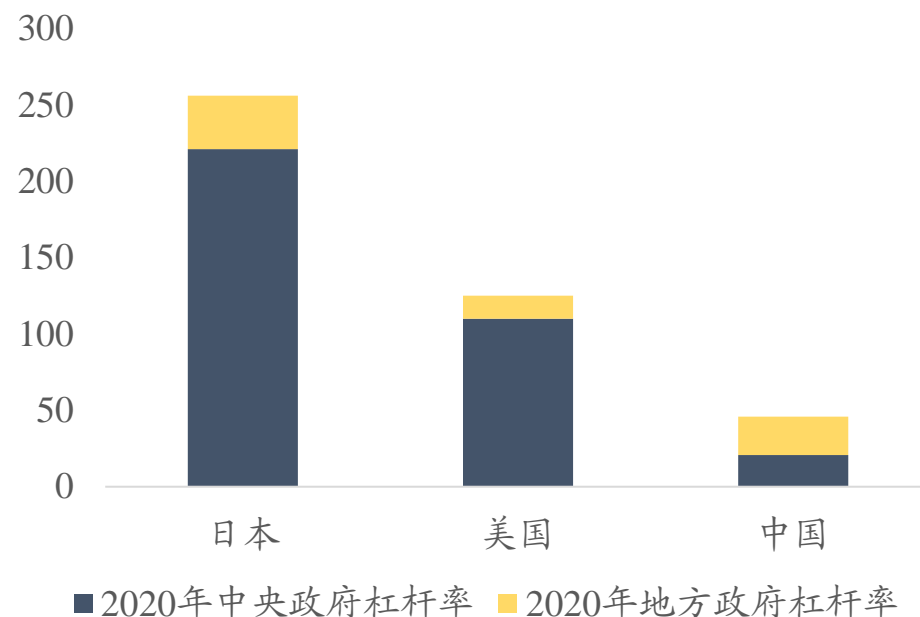
# 中国政府部门杠杆率\*低于全球主要国家，中央加杠杆空间较大

- ✓ 与全球主要国家和地区相比，中国政府部门杠杆率偏低，且地方政府债务超过中央，中央加杠杆空间较大。
  - 2022Q3，中国政府部门杠杆率为76.2%，低于发达经济体（103.3%）、G20（89.2%），及所有报告国的政府部门杠杆率均值（86.3%）。
  - 从债务机构来看，主要经济体中央政府的杠杆率水平通常远高于地方，中国则相反。
  - 中国应适度给中央加杠杆、调节中央和地方间的债务比例关系，为地方减负。

图：2022Q3全球部分国家及地区政府部门杠杆率（按名义价值计）（单位：%）



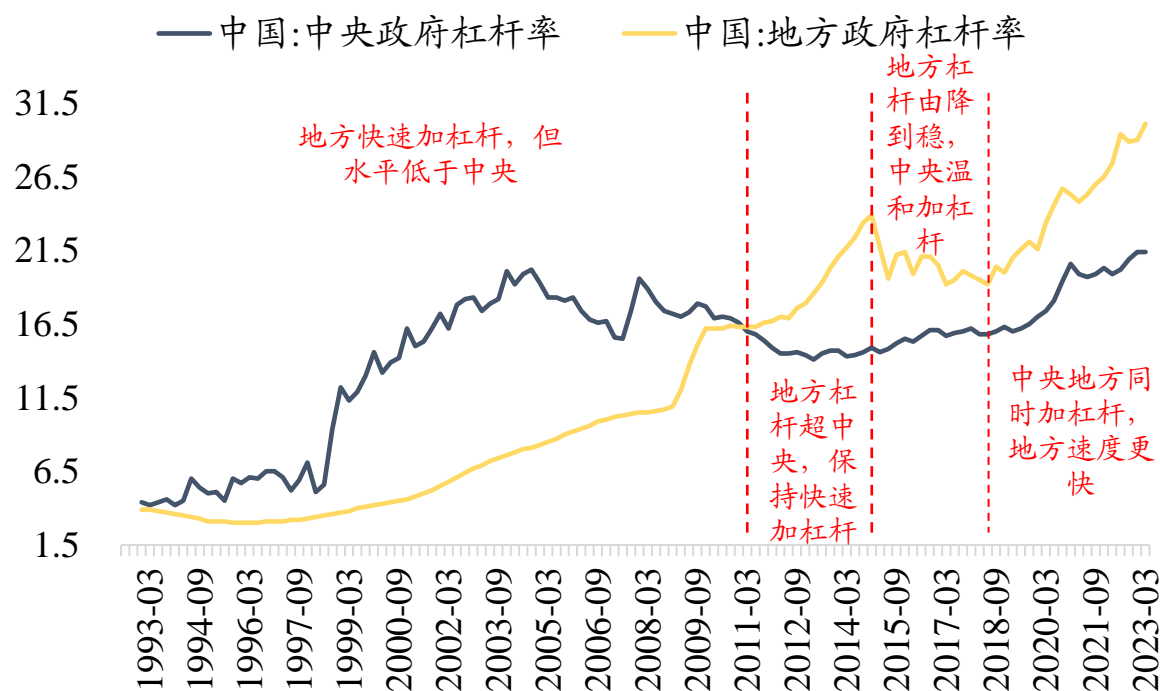
图：美日中央政府杠杆率远高于地方（单位：%）



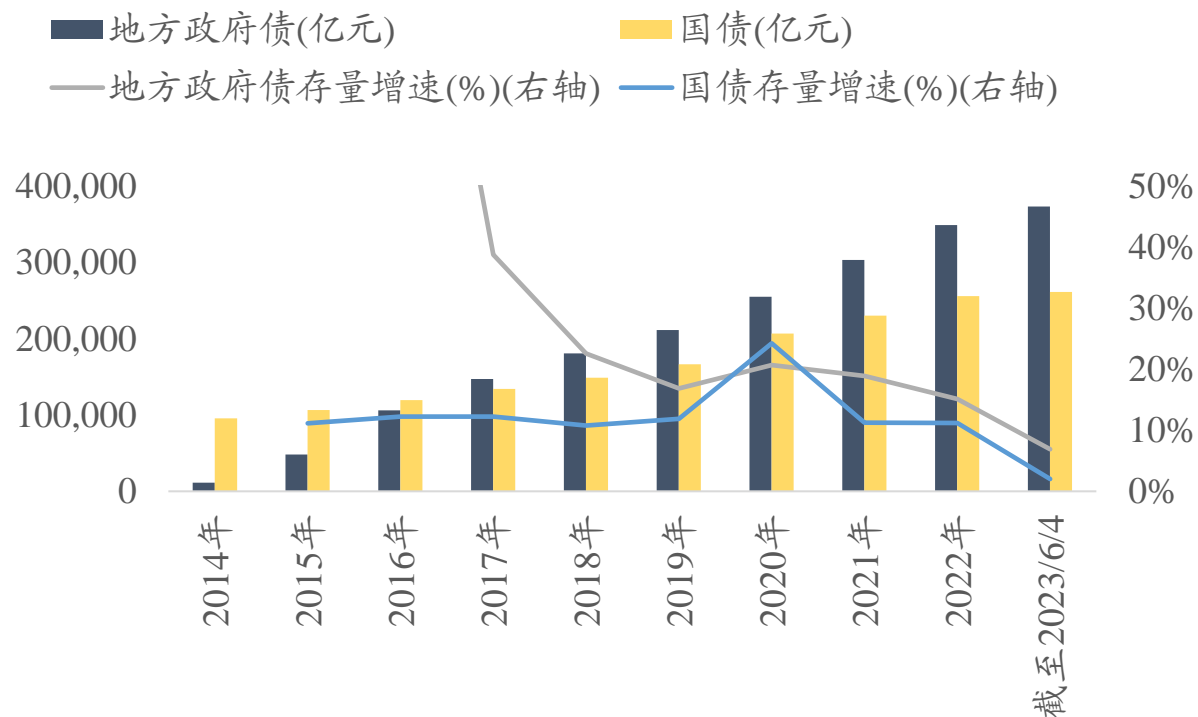
# 疫情后，地方政府与中央政府杠杆率\*差距显著扩大

- ✓ 地方政府快速加杠杆，债务存量和增速均超中央，疫情后地方和中央杠杆率差距明显拉大。
  - 从趋势来看，2009年“四万亿”刺激计划出台后，地方政府举债意愿强烈，杠杆率自2011年起超过中央；疫情后，中央与地方的杠杆率差值进一步拉大，2023Q1达到8.7pct，创历史新高。
  - 从债务存量来看，地方政府债存量于2017年赶超国债；2015年至今，地方政府债的存量增速基本均高于国债。

图：疫情后，地方政府与中央政府杠杆率差距显著扩大（单位：%）



图：近年地方政府债存量和增速均超国债（单位：亿元；%）



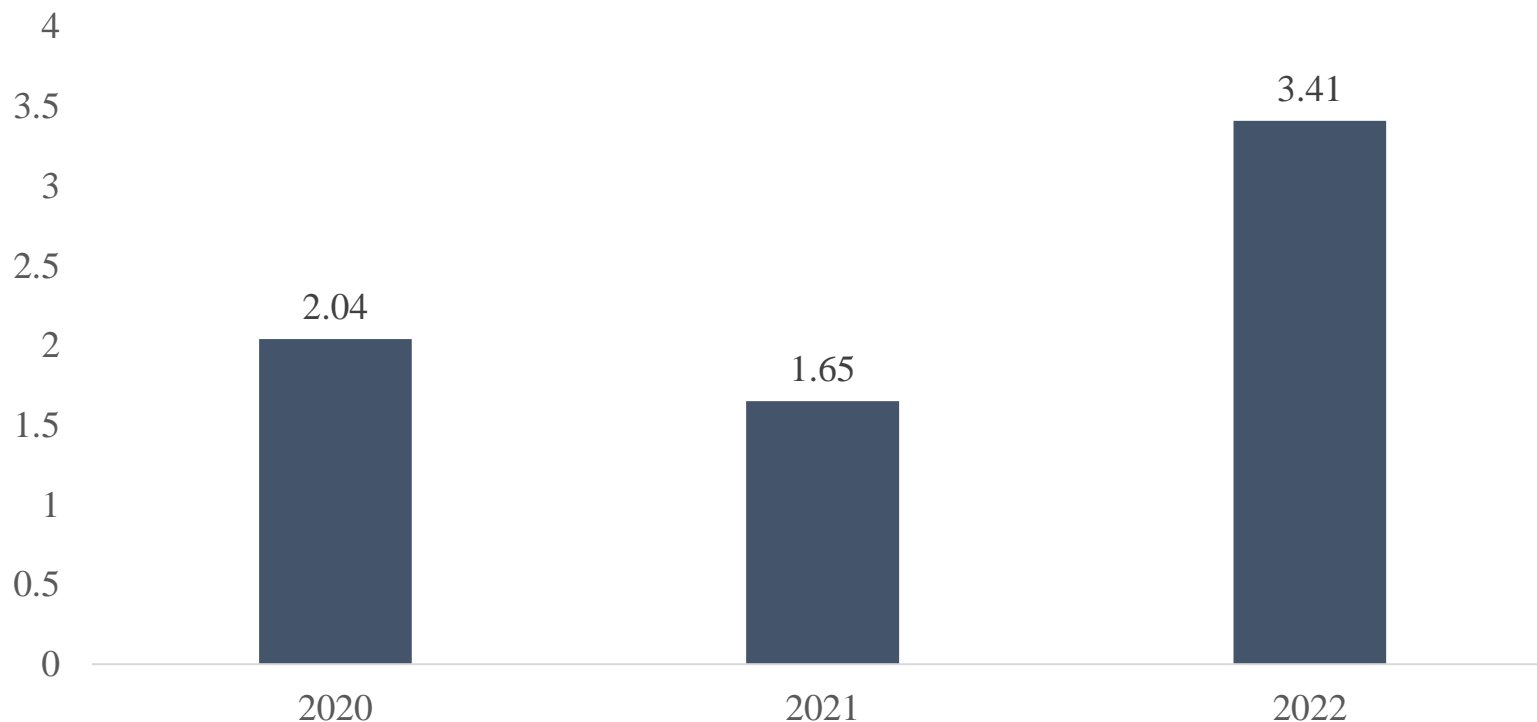




## 预计2023年下半年开始，中央将成为加杠杆、稳增长的主力

- ✓ 中央加杠杆空间限制较少，故有望成为今年加杠杆主力。
  - 预算外的政策性金融债、发改委专项建设债等中央政府加杠杆工具没有债务赤字率的限制。
  - 从国际比较和地方债务风险加剧的现实来看，中央杠杆的扩大是必要的。鉴于我国中央政府杠杆率低于全球主要国家，叠加地方债务风险高企、地方政府加杠杆受限，2023年中央将成为加杠杆主力。

图：近年来政策性金融工具总额（单位：万亿）



## 未来中央或仍通过政策性开发性金融工具加杠杆

- ✓ 2022年6月政策性开发性金融工具实施以来，推动了大批重点项目开工建设。我们认为，今年有望继续启用政策性开发性金融工具，促进经济稳增长。
  - 第一，政策性金融工具的发行使用较为灵活，流程偏简、规模不受宏观杠杆约束、投资方向广泛；
  - 第二，对投资的带动力度较大；
  - 第三，资金使用效率较高，先发债再投放。
- ✓ 投向方面，2022年以交通、水利等重大基建项目为主，AI+产业趋势下预计未来将加大对信息科技产业升级、科技创新等领域的投入。

表：政策性开发性金融工具时间灵活

日期	事件	国开行	农发行	进出口	合计投放
6月30日	国务院提出第一期3000亿	2100亿	900亿		
7月15日	国务院同意农发行设立基金				
7月20日	农发行基金成立				
7月21日	农发行完成首笔资金投放；国开行基金成立				
7月22日	国开行完成首笔资金投放				
8月12日	农发行投放达148.96亿元，项目68个				
8月20日	农发行完成第一批900亿元投放		完成900亿		
8月24日	国务院提出第二期3000亿+	1500亿	1000亿	500亿	
8月26日	国开行完成2100亿投放	完成2100亿			完成3000亿
9月2日	进出口银行基金成立				
9月6日	银保监会同意第二期农发行增资1000亿元				
9月16日	农发行完成第二批1000亿投放		完成1000亿		
9月20日	国开行完成1500亿投放	完成1500亿			
9月28日	进出口银行完成500亿投放			完成500亿	完成6000亿
10月12日	农发行完成559亿投放，进出口银行完成184亿投放		完成559亿	完成184亿	完成6743亿
11月16日	7399亿金融工具资金已全部投放完毕				完成7399亿

# 消费疲软背景下，促消费也是中央加杠杆的一大方向

✓ 中央政府可能通过发放消费券、现金补贴等形式来刺激消费，从而拉动投资与就业。

- 4月青年人口失业率超20%、工业企业利润总额累计同比下降20.6%，5月PMI再度不及预期，均提示基本面修复动能放缓，需求不足问题突出。
- 四月政治局会议提出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键，要发挥好政府激励的引导作用”。发行消费券、现金补贴等形式有利于提升消费对GDP的贡献比例、进一步带动投资就业，或将改善预期。

图：5月PMI仍处荣枯线下（单位：%）



图：工业企业利润总额累计同比下降（单位：%）



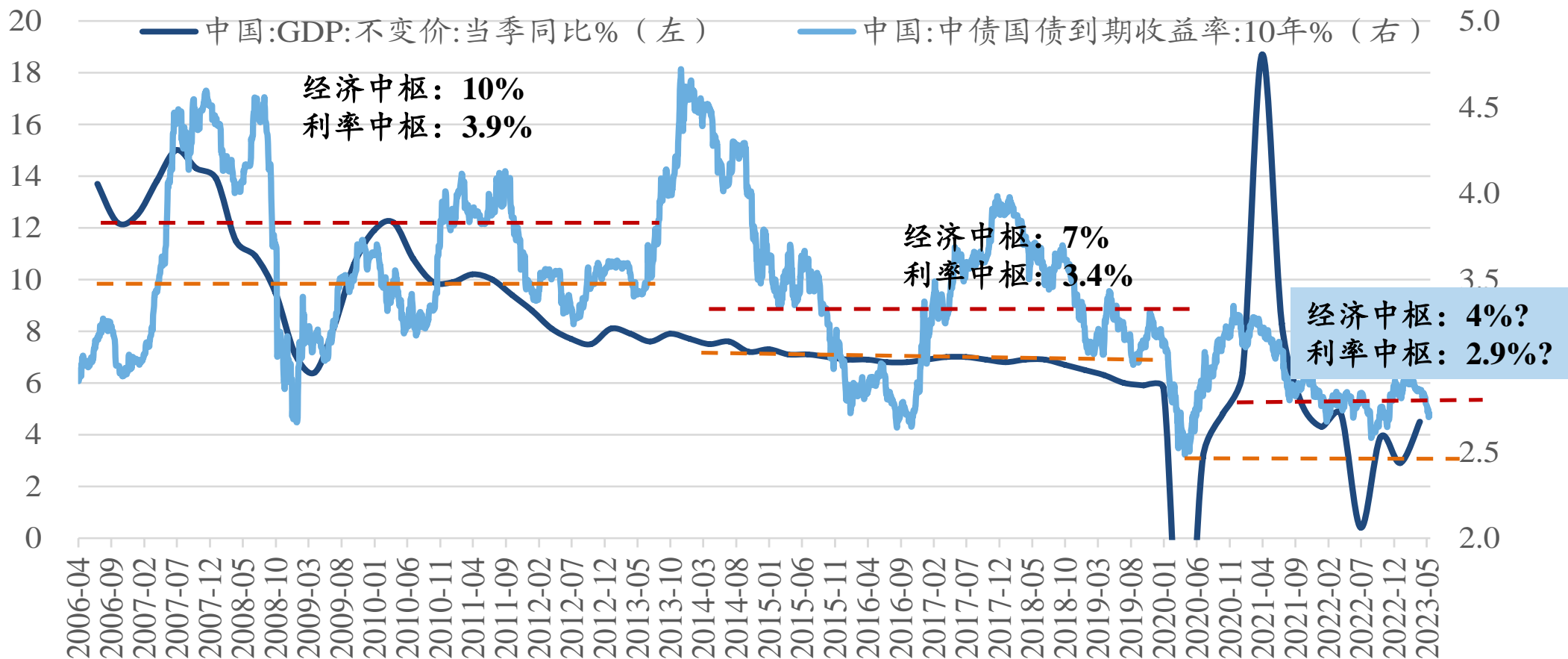
图：4月16-24岁人口失业率创历史新高（单位：%）



## 和2013、2014年的三大相似性——宏观背景相似：增速中枢再下一个台阶

- ✓ 过去三年多由于全球供需结构和地域错配，我们可能阶段性享受过实际增速高于潜在增速的短暂红利；
- ✓ 由于全球通胀在2022年以来的高企，加息对实际需求的压制，以及国内政策对于基建地产层面定力较强，疫情后复苏的交易变得更加困难，因此很容易出现高频数据“不及预期”；
- ✓ 若我们按照经济增速中枢下行的视角去交易，我们的推演则变成：经济增速中枢从“中高增长”——“中低增长”，利率中枢从“中等利率中枢水平”——“低利率中枢水平”，同样，对比历史可比阶段也应该从增长中枢下行的视角去对比。

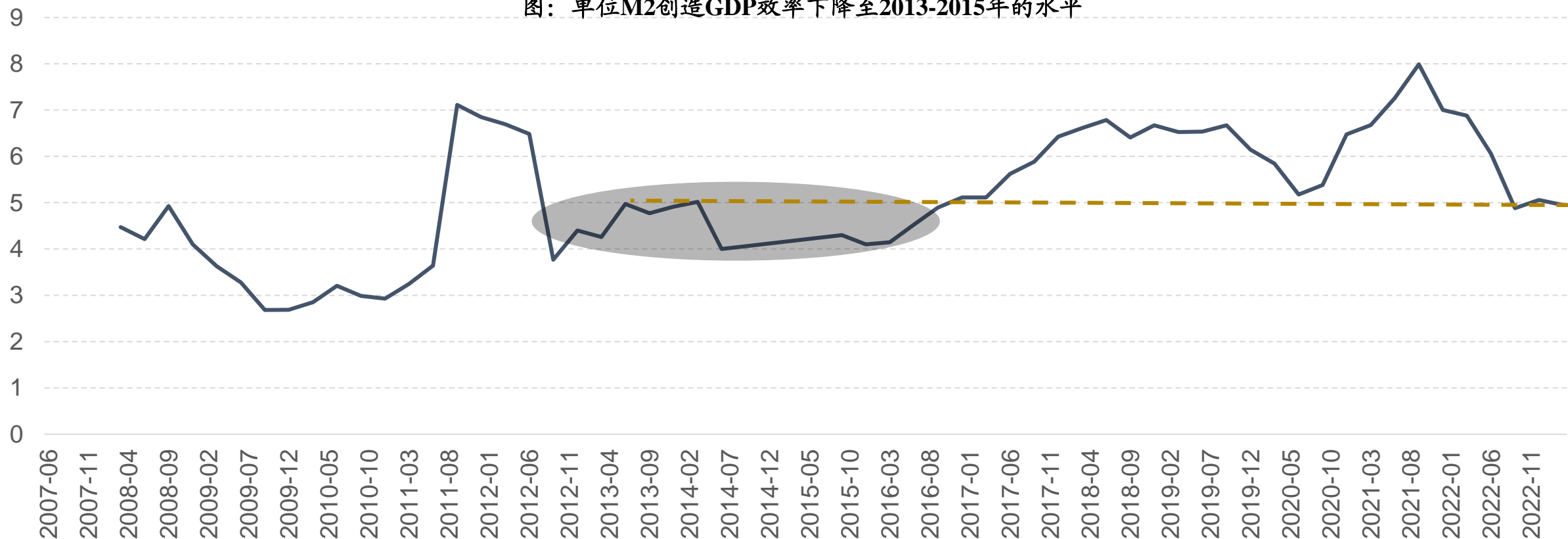
图：过去三轮经济增速中枢和利率增速中枢下台阶的过程



## 和2013、2014年的三大相似性——宏观背景相似：增速中枢再下一个台阶

- ✓ “单位M2创造GDP效率”（滚动四个季度均值）的指标，该指标已经步入2013-2015的低区间；
- ✓ 参考2013-2015年，刚好也是一轮经济增速中枢下台阶的过程，2007-2013年经济增速中枢为9%-10%，2014-2019年经济增速中枢为6%-7%，2020-2022年疫情扰动下经济增速中枢为5%左右，但是该阶段同时隐含全球供需结构和地域错配（中国更受益）以及国内居民资产负债表的恶化，表观增速可能高于或者持平于潜在增速；
- ✓ 疫情后，随着全球需求的走弱以及居民和企业家信心在疫后恢复进程的缓慢，叠加基建地产总量政策较强的定力，实际经济增速中枢可能再下一个台阶，新的阶段进入3%-5%的区间可能性较大。

图：单位M2创造GDP效率下降至2013-2015年的水平

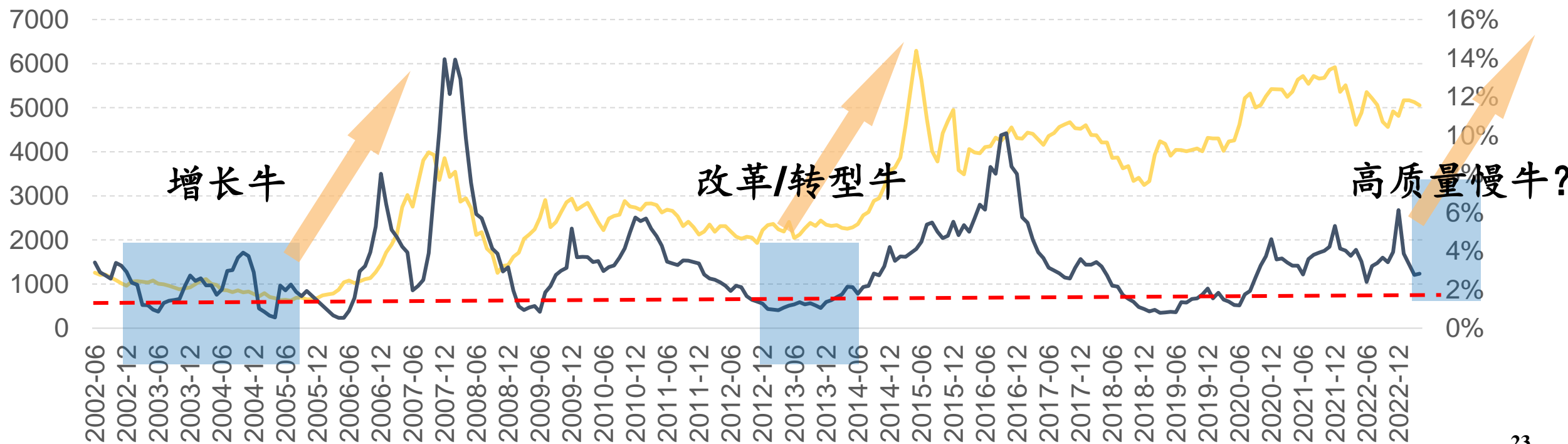


## 和2013、2014年的三大相似性——政策周期相似

- ✓ 参考股票融资占社融比的数据，历史上，每一轮政策周期跟随换届周期，若换届前后股票融资占比较低，随后2-3年股票融资地位上升（政策驱动下，对股票市场的诉求提升），股票市场迎来一波行情。
- ✓ 宏观杠杆率的约束（特别是地方政府），未来：中央杠杆率提升和股权融资比例加大是破局的关键。

图：股票融资周期和政策周期的契合

— 万得全A      — 金融企业境内股票融资占社融比例（滚动六个月，右）



## 和2013、2014年的三大相似性——政策周期相似

✓ 无论是一带一路还是中特估，事件性催化类比相似性较高，并且逻辑无法短期证伪，尽管国际环境可能有所差异。

图：政策周期类似

2014		2023	
2013年11月	中共中央十八届三中全会召开，审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，标志着新一轮国企改革开始	2020年6月	习近平总书记主持召开中央深改委第十四次会议，审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，这是面向新发展阶段我国深化国有企业改革的纲领性文件，而2023年意味着三年行动收官
2014年2月	中石化的汽油销售业务进行重组，引入民资实行混合所有制，且授权董事长在社会与民营资本的持股比例不超30%的情况下，行使有关权力，此举被视为混合所有制改革的破冰之举	2022年11月	国资委印发《关于开展中央企业品牌引领行动的通知》，组织实施中央企业品牌引领行动，将其作为推动中央企业加快建设世界一流企业的“四个行动”之一
2014年7月	国资委宣布了首批四项改革试点企业名单。其中国家开发投资公司、中粮集团有限公司进行改组国有资本投资公司试点；中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司进行发展混合所有制经济试点	2022年12月	中央经济工作会议提出要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力
2014年8月	中共中央政治局召开会议，审议通过了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》、《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》等文件	2023年1月	国务院国资委召开中央企业负责人会议，提出组织开展新一轮国企改革深化提升行动。其中，针对部分央企存在的回报水平不优、盈利质量不高、市场竞争力不强、创新能力不足等短板，会议确定了央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，2023年的“一利五率”目标定为“一增一稳四提升”
2014年10月	国务院组建了由国务院副总理马凯为主任，国务委员王勇为副主任的国有企业改革领导小组，成员单位包括中组部、国资委、发改委、工信部、财政部、人社部、人民银行、证监会、银监会等，办公室设在国资委	2023年2月	在国资委党委理论学习中心组召开学习贯彻党的二十大精神集体学习会上，国资委党委书记、主任张玉卓将品牌作为提高核心竞争力的四个关键词之一，并强调加强品牌管理，实现中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变



# 和2013、2014年的三大相似性——产业周期相似

- ✓ 当经济中枢下台阶时，新技术变化变得尤为重要，新产业可能成为转型政策的主要发力领域；
- ✓ 2013年4G牌照发放，移动互联网方兴未艾，2013-2015年产业政策主要围绕“互联网+”；
- ✓ 2023年，AI技术开始突破，产业政策围绕“数字经济”、“数据要素”、“AI+”发力。

人工智能革命  
数字经济/数据要素/AI+

图：历史上每一轮技术革命都带来了一波TMT行情



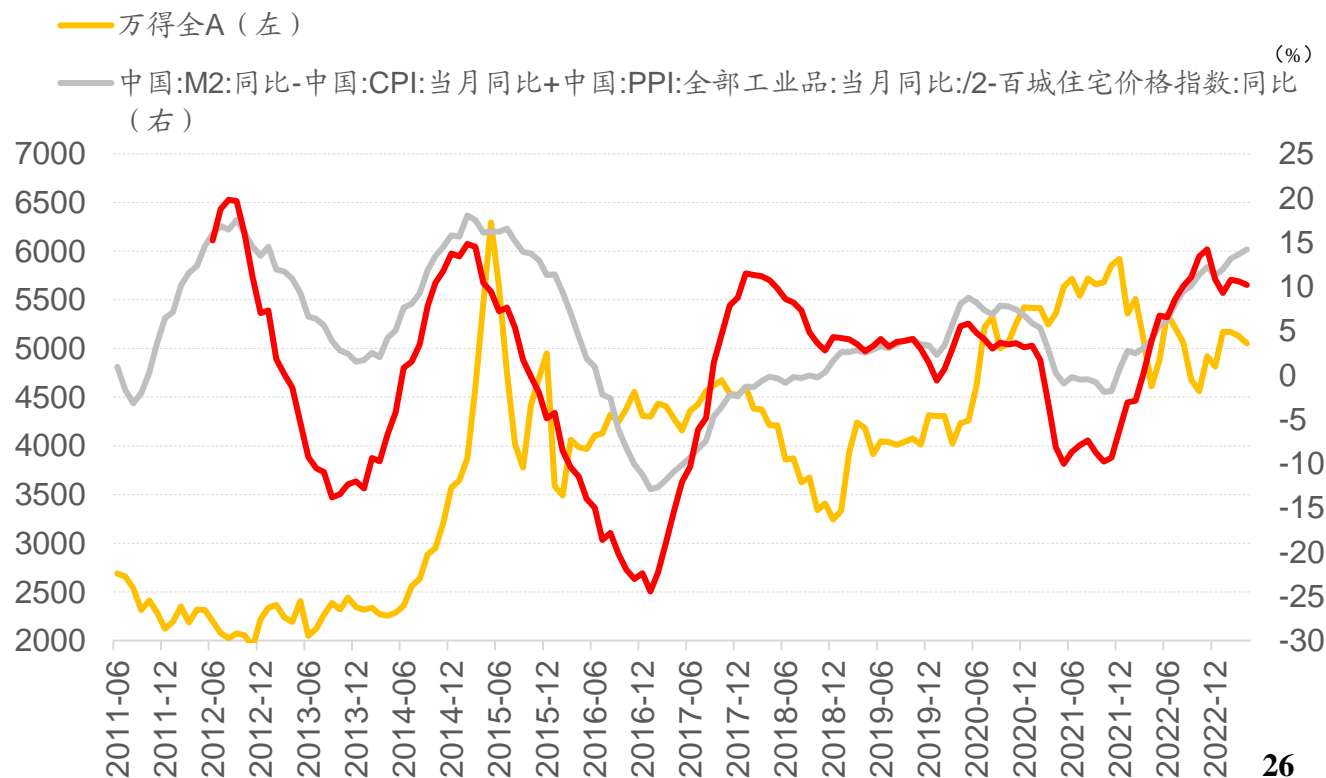
## 和2013、2014年的三大相似性——其他相似：流动性环境一定程度上类似

- ✓ 联系：流动性环境均较为充裕
- ✓ 区别：2014年从定向降准到全面降息，流动性边际不断放松，2023年基础流动性宽裕，但继续边际宽松的作用有限。A股面临信心传导问题。

图：2014年定向降准到全面降息

2014年定向降准到全面降息	
2014年 4月22日	中国人民银行决定从4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点
2014年 6月9日	中国人民银行决定从6月16日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行(不含4月25日已下调过准备金率的机构)下调人民币存款准备金率0.5个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点。
2014年 11月22日	中国人民银行采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。

图：当前流动性绝对水平宽裕



## ✓ 预期走弱，2014可能重现

- ▶ 2023年以来，PMI、出口等经济数据经历短暂修复后呈现回落态势，通胀则始终处于下行区间，地产成交量自3月起逐渐走弱，均提示疫情防控优化后经济势能的恢复不及预期。2023Q1社融同比回升，但CPI、PPI则持续下行、不及预期，说明需求端修复明显慢于供给端。企业融资利率持续下行，已处于较低水平，但工业企业盈利仍为负增长，企业资本开支意愿边际走弱，需求恢复较慢。因此，当前经济堵塞点在于需求侧。
- ▶ 破局的可能方式，中央或将依靠居民转移支付刺激需求端。中国政府部门杠杆率低于全球主要国家，疫情后，地方政府与中央政府杠杆率差距显著扩大，地方政府债务风险限制地方加杠杆空间。因此，中央加杠杆空间较大。而居民消费行为的三大影响因素系工资收入增速、财产性收入、政府转移支付，我们认为当前背景下转移支付可行性最高，中央政府有望通过转移支付的方式发力刺激需求端。
- ▶ 和2014年前后的三大相似性：
  - 宏观背景相似：增速中枢再下一个台阶。当前经济增速中枢从“中高增长”——“中低增长”，进入高质量发展时代，利率中枢从“中等利率中枢水平”——“低利率中枢水平”；
  - 政策周期相似：股票融资占社融比的数据当前类似2013-2014，历史上，每一轮政策周期都是伴随股权融资比例的上升，在宏观杠杆率特别是地方政府的杠杆率约束下，未来中央杠杆率提升和股权融资比例加大是破局的关键。
  - 产业周期相似：当经济中枢下台阶时，新技术变化变得尤为重要，新产业可能成为转型政策的主要发力领域；2013年4G牌照发放，移动互联网方兴未艾，2013-2015年产业政策主要围绕“互联网+”；2023年，AI技术开始突破，产业政策围绕“数字经济”、“数据要素”、“AI+”发力。



■ 上半年市场复盘

---

■ 预期走弱，2014可能重现

---

■ **低增长时代，该寻找怎样的投资范式**

---

■ 下半年市场趋势、风格和行业配置研判

---

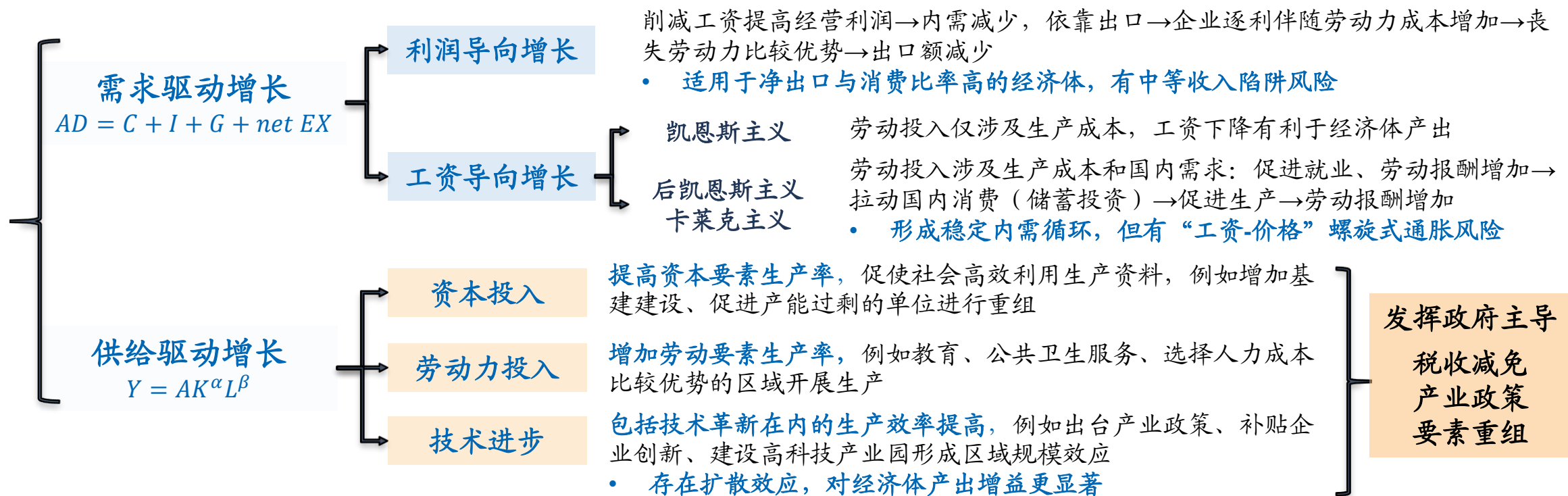
■ 风险提示

---

# 经济体增长路径：需求驱动和供给驱动

## ✓ 经济增长的两种底层逻辑：

- **需求驱动型增长**：经济体中市场需求增加会促进生产。分为两种流派，一种是**利润导向型增长**，主要适用于净出口与消费比率高的经济体，将内需产生利润转嫁到扩大外需，但容易陷入**中等收入陷阱**；另一种是**工资导向型增长**，通过“促进就业、劳动报酬增长→拉动国内消费（储蓄投资）→促进生产”形成稳定闭环，可能导致“**工资-价格**”螺旋式通胀。
- **供给驱动型增长**：从增加经济体总供给的角度提高经济体产出，增加就业，形成经济体有效需求。增加经济体供给的方式包括：增加劳动要素生产率；提高生产效率（技术革新）；提高资本要素生产率，发挥政府主导作用，促使社会高效利用生产资料。

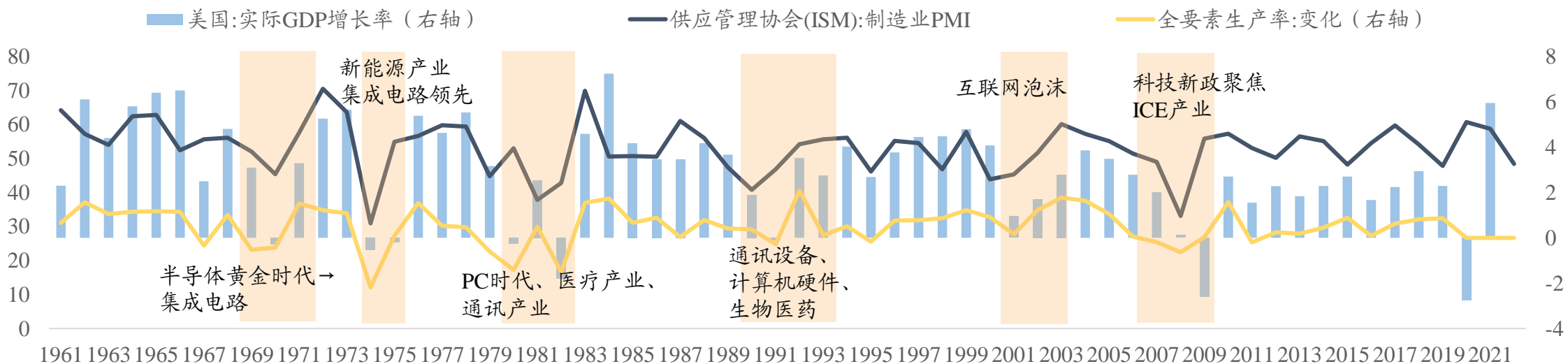


# 历史低增长复盘：美国低增长时期产业支柱：科技集群创新+能源革命

## ✓ 1960s以来美国经济低增长时期复盘：新兴产业逆势崛起

- 1969-1971年：通胀叠加越战后财政赤字，消费需求和出口额下滑，GDP负增长。半导体奠定了整个科技集群创新的基础，应用领域**集成电路产业**出货量翻倍增长。
- 1973-1974年：第一次石油危机+“工资-价格”螺旋通胀+美元脱离金本位三重危机开启新一轮滞胀，“能源独立计划”驱动下的美国**新能源产业**起步，**集成电路产业**出现技术突破成为新一轮产业引领。
- 1980s初期：第二次石油危机，美联储加息抑制通胀导致衰退。半导体产业式微，下游**信息技术产业**在民用领域推广交替崛起，正式迎来**PC时代**，**医药、通信设备**等新兴产业快速发展。
- 1990s初期：紧缩政策和海湾战争导致新一轮经济低增长，**电子制造业**主导美国高科技产业经济，**生物制药产业**紧随其后。
- 2000s初期：前期经济增长主力仍是**计算机软件信息产业**，泡沫破裂之后以**生物制药**为代表的**医疗保健**为产业支柱。
- 08年金融危机：危机之后，奥巴马科技新政重新聚焦上世纪**ICE产业**：**信息技术、能源、教育研究和医药健康**等。

美国经济实际增长率、制造业PMI及全要素生产率变化（单位：%）



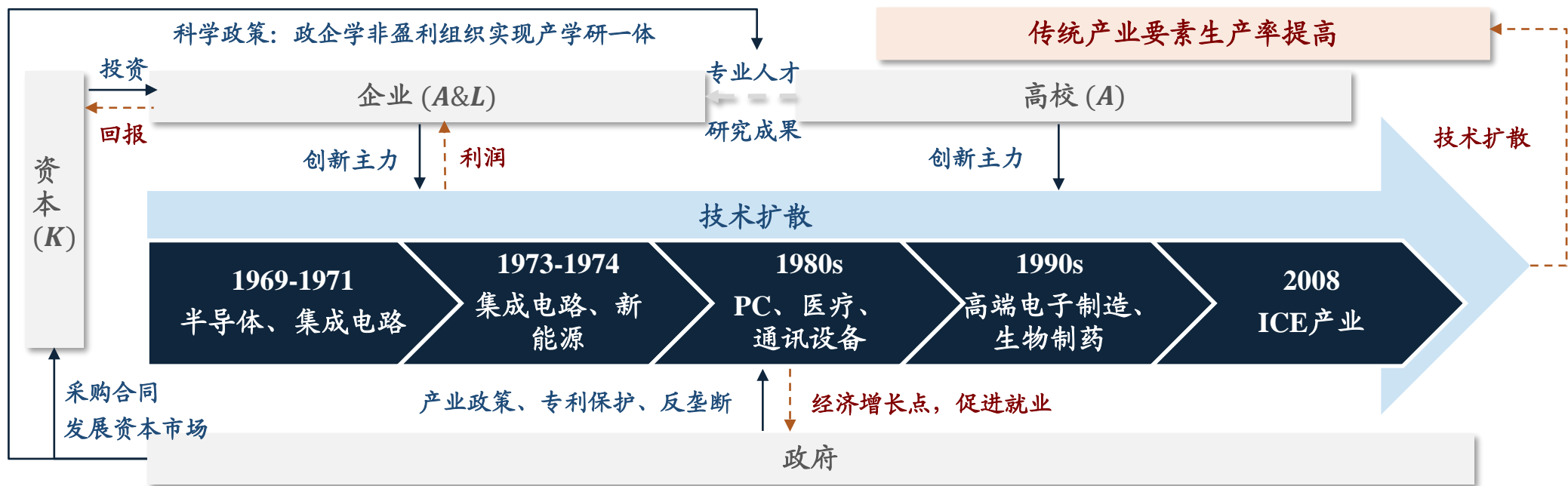
# 历史低增长复盘：美国低增长时期产业支柱：科技集群创新+能源革命

## ✓ 1960s以来美国经济低增长时期复盘：新兴产业逆势崛起

数次产业崛起的机遇离不开四个供给端驱动要素：

- 以企业为核心的创新部门。80年代中期之前的研发核心部门是企业，1970-2022年R&D对GDP的同比拉动率均值高达9%。
- 制定战略并帮扶产学研一体的政府部门。制定产业政策，支持反垄断，成立政企非营利性产业合作组织。
- 充足、灵活的资本支持。1971年之后，以微软、英特尔为代表的高技术产业上市纳斯达克市场，计算机电子产品、通讯设备和医疗设备三大产业投资额逐年增长。
- 高素质人才为主的劳动力构成。

美国经济低增长时期产业崛起驱动要素概览

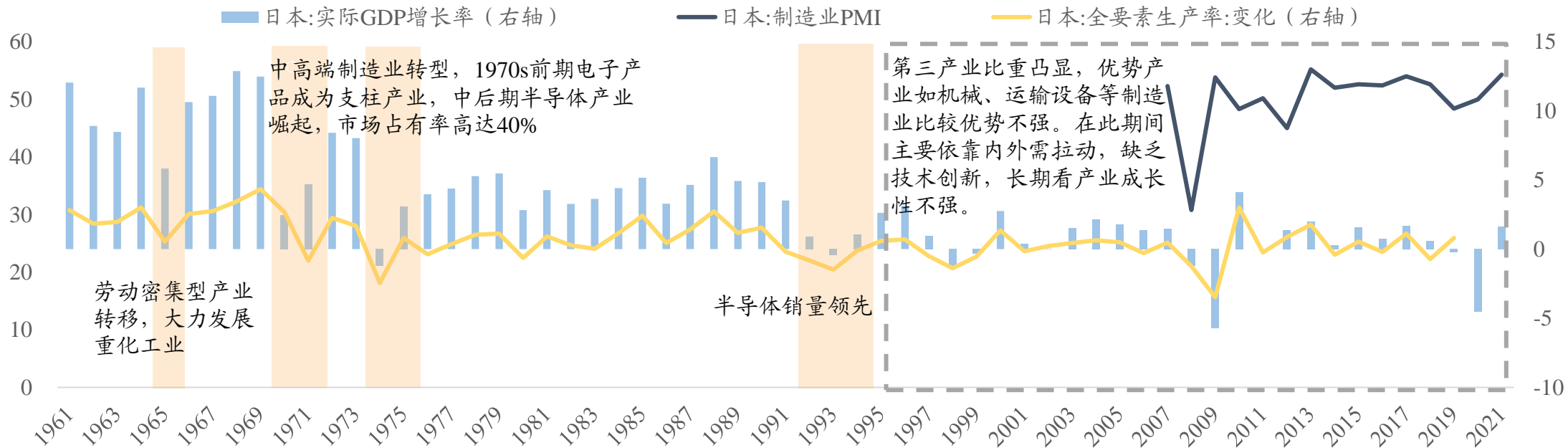


# 历史低增长复盘：日本产业转型：劳动密集型→资本密集型→技术密集型

## ✓ 1960s以来日本经济低增长时期复盘：正确的产业转型道路

- 1965年伊奘诺景气前夕：二战后日本通过劳动密集型产业加快经济复苏，并将纺织业向其他亚洲国家转移，重点扶持能源成本低廉的钢铁、石油、化工等重工业，并促进合成纤维、汽车、计算机等新兴产业发展。
- 1970s：第一次石油危机之后日本经济进入5%的低增长时期，开始第二次产业转移，电子产业、计算机信息产业、汽车制造业成为本轮支柱产业。
- 1990s：《广场协议》后日本经济基本面开始走弱，期间半导体、计算机等高精密电子制造业凸显行业优势，海外需求保持旺盛。但此后日本经济长期陷入低增长乃至负增长阶段，以服务业为第三产业比重凸显，缺乏创新，产业成长性不强。

日本经济实际增长率、制造业PMI及全要素生产率变化（单位：%）





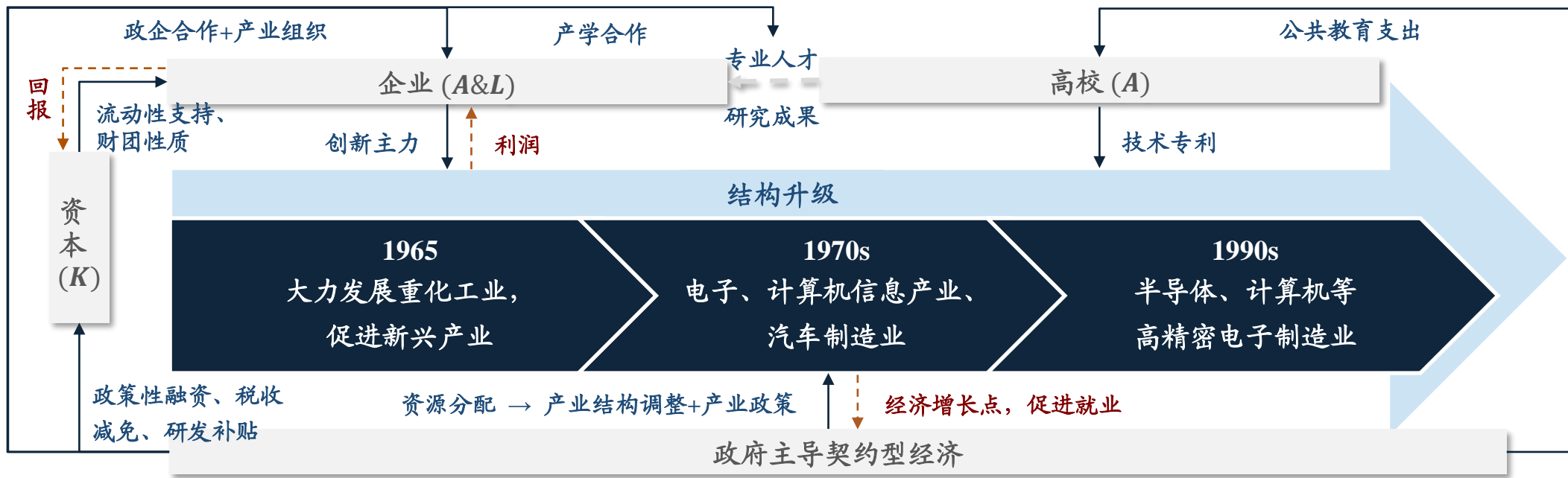
# 历史低增长复盘：日本产业转型：劳动密集型→资本密集型→技术密集型

## ✓ 1960s以来日本经济低增长时期复盘：正确的产业转型道路

日本产业结构调整先后经历以轻工业和机械制造业为代表的劳动密集型、以重化工业为代表的资本密集型，再到半导体及电子计算机等先进技术驱动产业的技术密集型，最后到产业结构创新能力衰减，日本政府对经济活动的绝对主导是其主要因素：

- **产业政策工具应用**。60年代前以政策性融资、税收减免和研发补贴为主，60年代后的产业政策趋向自由化而非分配制，包括政策性融资、税收减免和豁免。
- **指导新兴产业技术革新共享式发展**。1979年通产省提出“技术密集型国家”，企业从购买知识产权授权转向自主研发。
- **教育投入提高劳动要素生产率**。二战后在财政困难情况下延长义务教育时间，70年代萧条期间教育科学支出逆势增长。

日本经济低增长时期产业崛起驱动要素概览

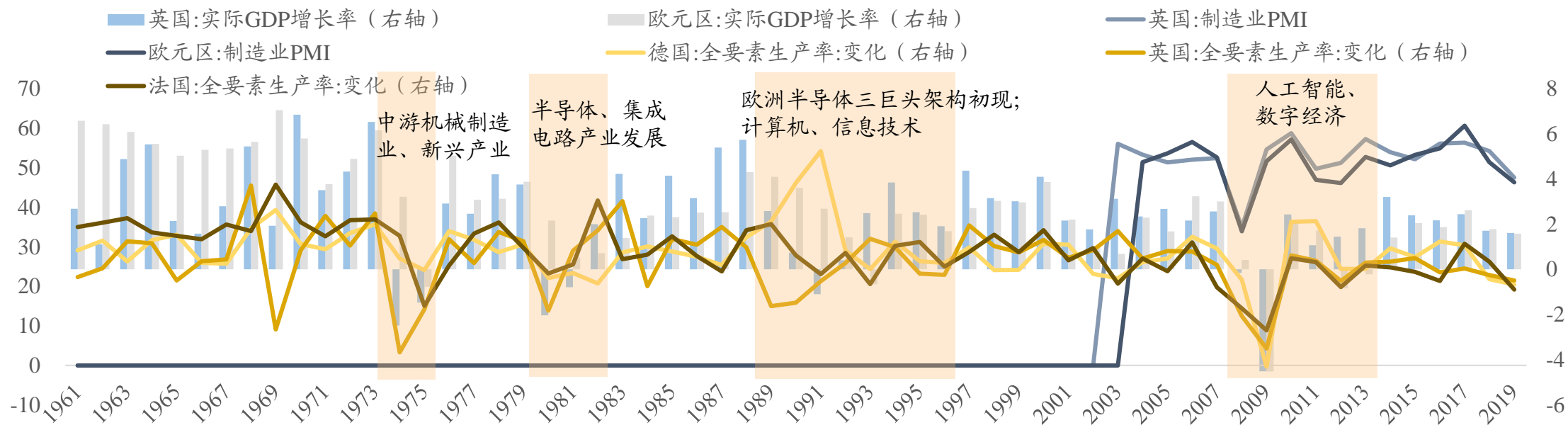


# 历史低增长复盘：欧洲产业升级：依托制造业的产业创新发展

## ✓ 1960s以来欧洲经济低增长时期复盘：欧共体产业技术一体化，融合优势行业结构升级

- 1973-1974年：第一次石油危机和通胀率高居不下，欧洲各国开始重视产业结构调整，从生产链下游的重工业转型中游机械制造业，同时寻求技术密集型产业转型，扶持生物技术、遗传工程、信息、环保等新兴产业。
- 1980s：第二次石油危机冲击下，欧洲一方面提高机械制造业的现代化技术程度，德国的工业机械、汽车零部件、交通设备产业大幅扩张；另一方面重视电子工业、生物技术、航空航天等高科技领域突破，在政府强有力的产业政策干预下，半导体产业、集成电路产业依托大型工业企业和科技企业联手迅速发展。
- 1990s：广场协议后欧洲经济再次走向衰退。各国政府侧重对企业所有制进行改革，并联合国外高技术企业进行重组改制，计算机、信息技术产业渗透率实现指数增长。
- 08年金融危机：紧跟数字化经济议题，强调人工智能推动制造业技术升级。

欧洲经济实际增长率、制造业PMI及全要素生产率变化（单位：%）



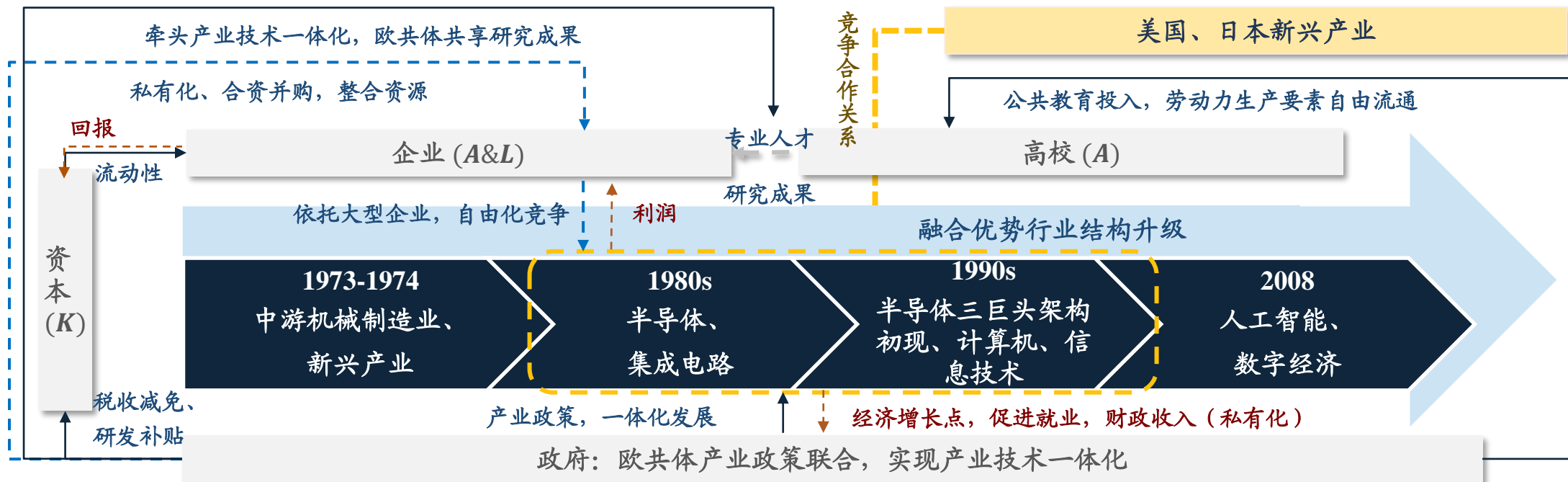
# 历史低增长复盘：欧洲产业升级：依托制造业的产业创新发展

## ✓ 1960s以来欧洲经济低增长时期复盘：欧共体产业技术一体化，融合优势行业结构升级

强调前沿科技领域与优势产业结合、强有力的政府干预和市场自由化协同、技术成果共享与人才资源自由流通、企业改制活跃市场是其产业在轮经济衰退中能够成功升级的关键要素。

- 传统产业技术升级作为欧洲新兴产业（半导体）下游的主要应用场景。
- 资本要素在政府干预和市场自由化协同下活跃流通。股权融资（英国）和银行主导产融结合（德国）提供流动性，80-90年代是欧洲共同体私有化和重组改制。
- 欧共体推动生产要素自由流通。欧共体内政府联合推动企业的跨国并购重组，牵头产业技术一体化，实现技术、人员、资本等生产要素的自由流通。

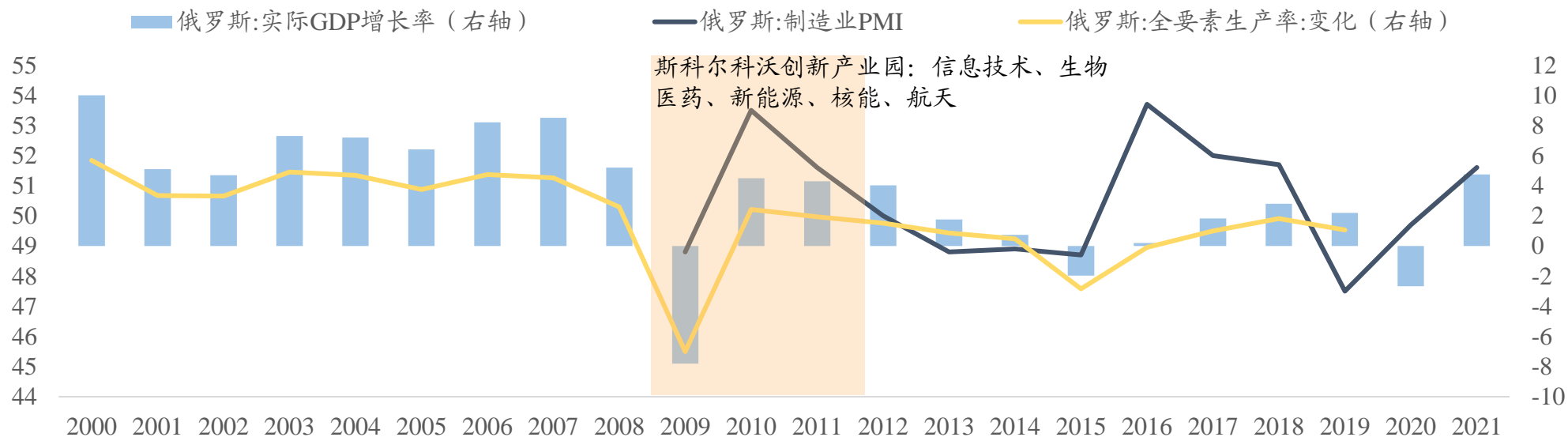
欧洲经济低增长时期产业崛起驱动要素概览



# 历史低增长复盘：俄罗斯结构转型：危机之下的昙花一现

- ✓ 高度依赖能源和国际贸易之经济体长期缺乏活力与韧性，经济转型战略短暂激发出市场活力
  - 2008年金融危机后：为重新激发市场活力，加快产业转型，扭转寡头垄断的市场格局，2010年俄罗斯政府建设“俄罗斯硅谷”斯科尔科沃创新产业园，重点发展信息技术、生物医药、新能源、核能、航天等新兴产业。2010年俄罗斯制造业PMI同比上涨4.7至53.5，全要素生产率上涨2.41%，迅速复苏至金融危机前的水平。
  - 俄联邦《斯科尔科沃创新中心法》提供具体产业政策和中心入驻免税支持。
  - 直接吸引高技术人才和人才交流增加劳动力禀赋。为国外高科技人才入境提供便利、放宽移民政策等。

俄罗斯经济实际增长率、制造业PMI及全要素生产率变化（单位：%）



# 历史低增长复盘：逆全球化浪潮：世界重要出口国的产业变迁

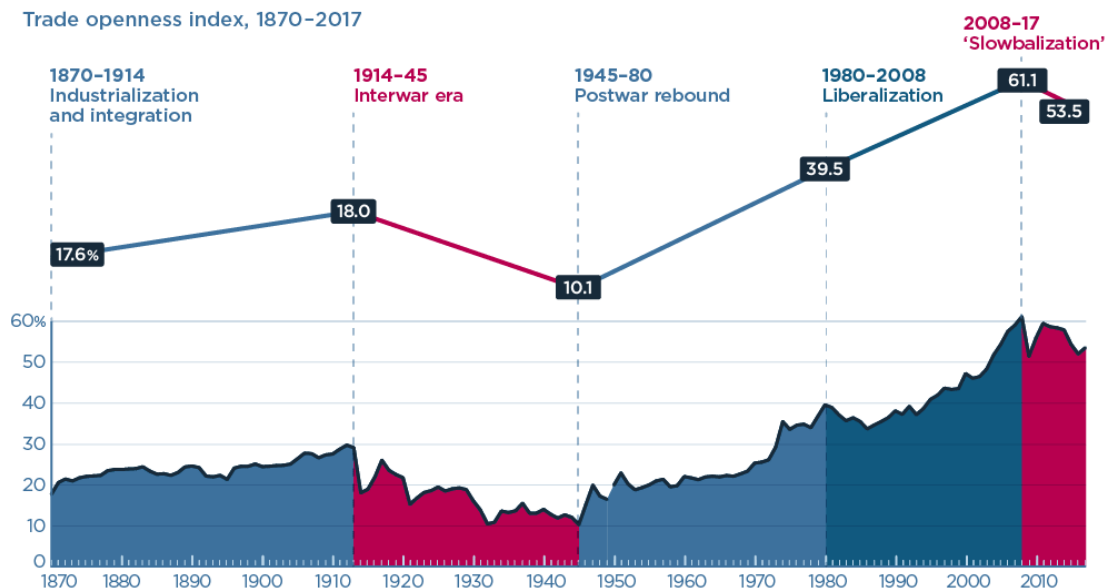
## ✓ 逆全球化限制商品进出口贸易、生产要素在全球范围内自由流通

第一次逆全球化浪潮为现阶段我国面临第二次逆全球化浪潮，在需求份额替代、政府刺激经济增长、国际贸易关系拓展和技术扩散推动出口方面给予许多重要启示。

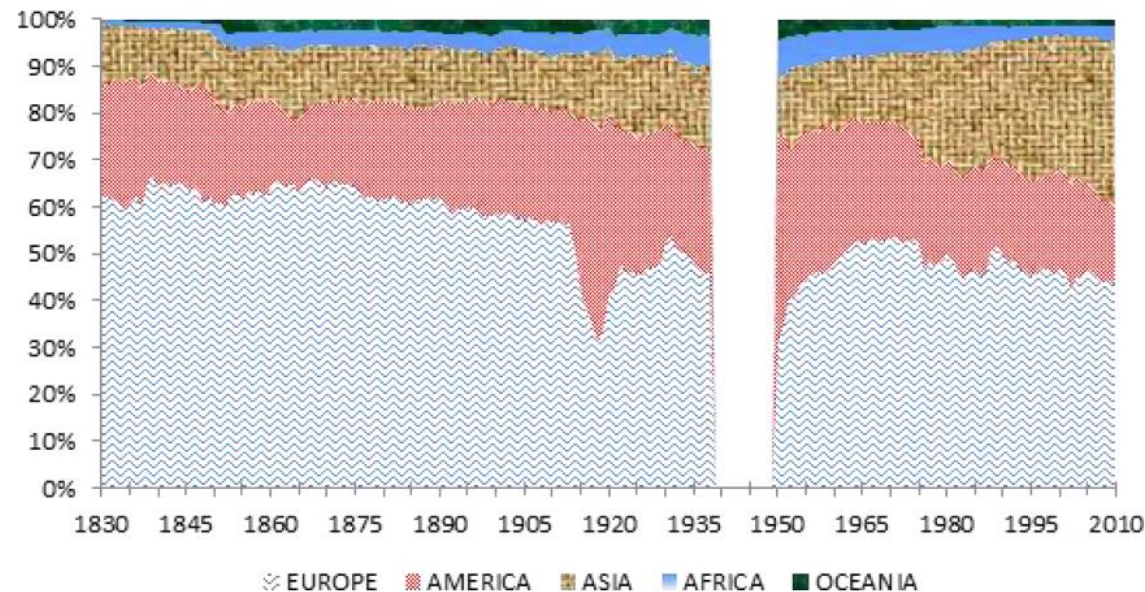
➢ 二十世纪：第一次世界大战、大萧条和第二次世界大战期间，逆全球化趋势在国际关系摩擦、关税和非关税壁垒、通货紧缩中到达顶峰，这一阶段是劳动力和金融资本市场全球化进程曲线的U型筑底。

- 一战期间，英国军用纺织品需求取代出口份额；政府开支占GDP比重飙升到40%。英美增加与非欧陆国家的贸易往来。
- 德国战后失去殖民地，连累出口市场大幅缩水，得益于技术扩散，非欧洲国家工业化程度提高助长其工业品出口恢复。
- 大萧条时期，世界主要经济体之间施加报复性关税，欧美出口受损，日本对外贸易增长，该阶段呈现出一战后的国际供应链分工。

### 1870年至今的两大逆全球化浪潮



### 1830-2010年世界出口额分布（按现价计算）



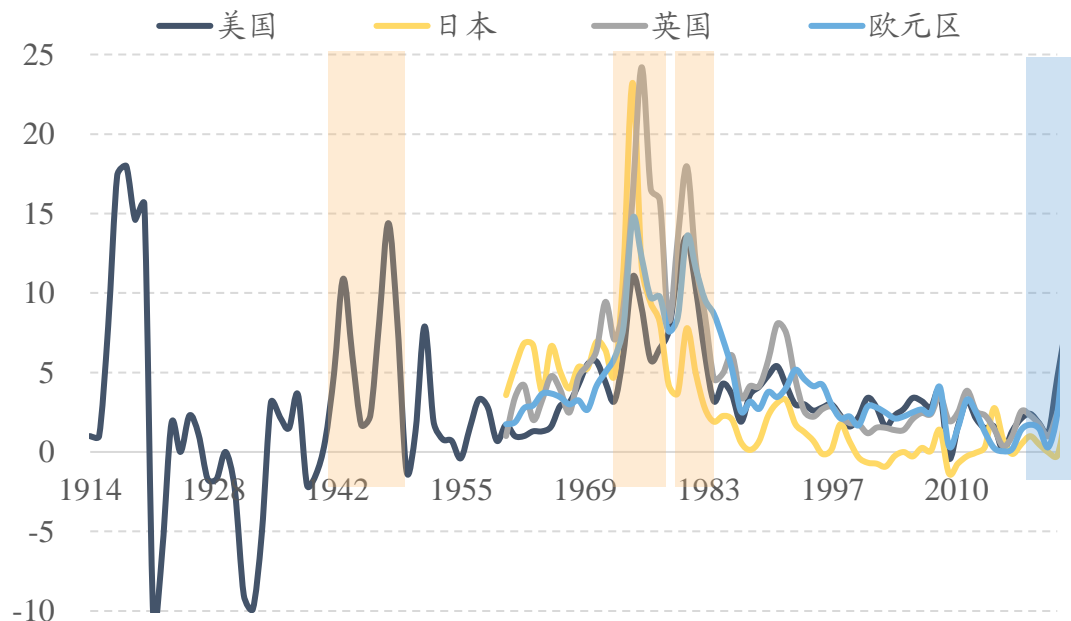
# 历史低增长复盘：滞胀下的行业结构性机会：供给侧产业升级

## ✓ 新兴产业逆势崛起穿越滞胀周期

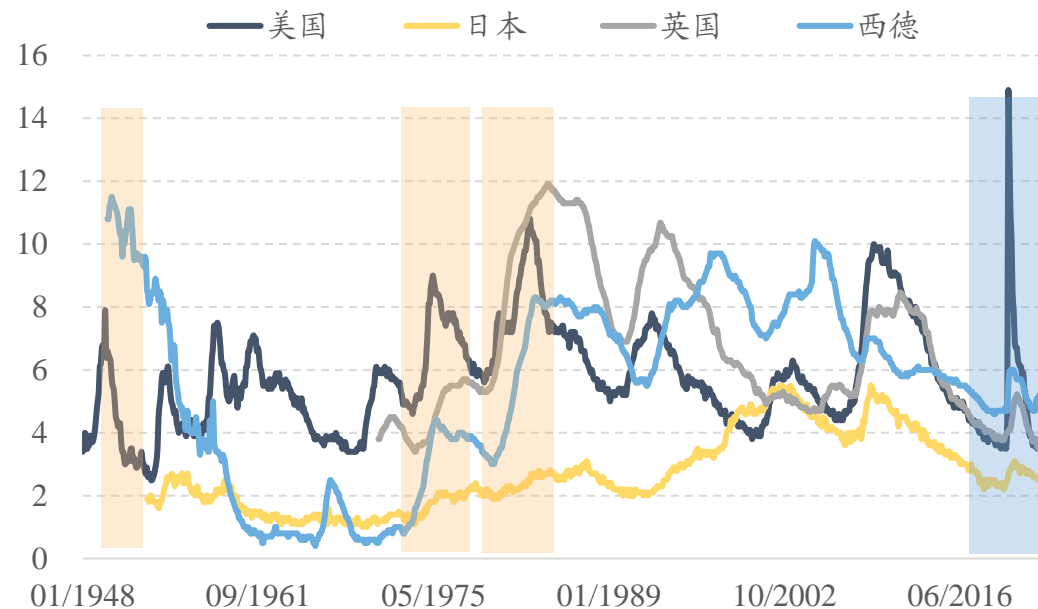
基于历史上滞胀阶段的产业逆势增长，我们认为，国内供给侧产业升级是我国未来长期的行业结构性机会。

- 第一、第二次世界大战后：一战后美国战争经济的军用需求大幅缩减，通胀维持14.6-15.6%高位，失业率重回高点。这一时期汽车工业流水线生产大幅提高效率，标普汽车股表现持续亮眼。二战后宽松货币政策引发第二轮滞胀，战后美股长牛结束后，以计算机为代表的科技前沿板块仍持续获得超额累积收益，而应用成熟的通讯行业则表现一般。
- 第一、二次石油危机：第一次石油危机美国迎来通胀和失业率双高峰，新能源、集成电路产业等新一批产业支柱逆势崛起。第二次石油危机引发70年代十年长滞胀，下游信息技术产业在民用领域推广交替崛起，PC是此次经济滞胀背景下的新兴产业驱动点。

1960-2022年美、日、英、欧CPI同比增长率（单位：%）



1948年至今美、日、英、德四国季调失业率（单位：%）



# 历史低增长复盘：中国的两次供给侧改革

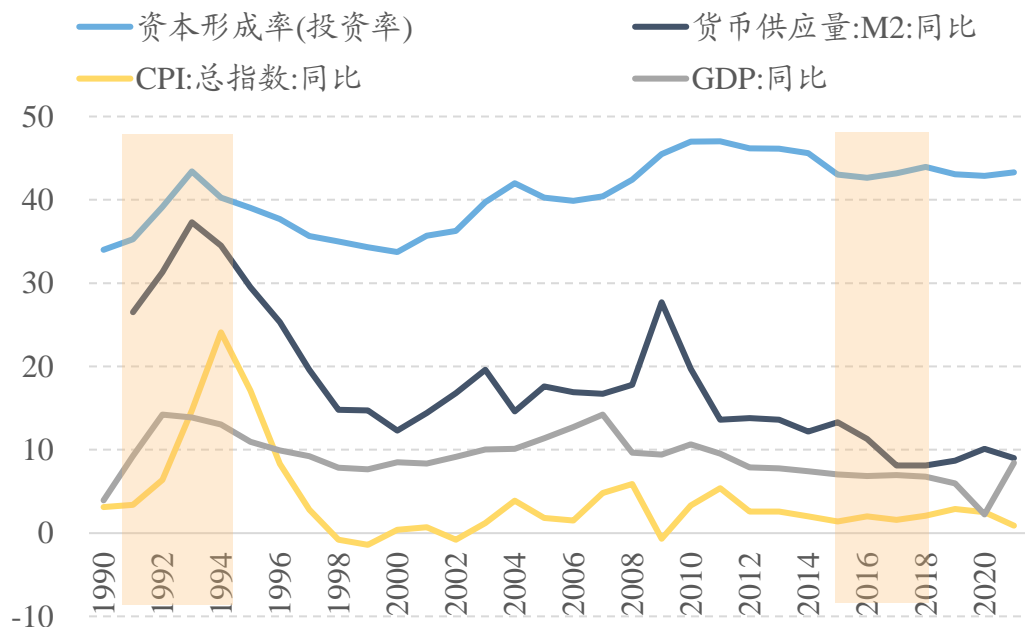
## ✓ 第一次供给侧改革：1992年邓小平南巡讲话，明确市场经济作为经济体制改革目标

上世纪90年代，我国计划经济体制优先发展重工业导致整体经济缺乏活力，出现了第一次供给侧改革。资本要素市场由此活跃起来，1993年我国资本形成率较1990年增长9.42%，为43.4%，M2同比增长37.31%；制造业企业数量大幅增加。

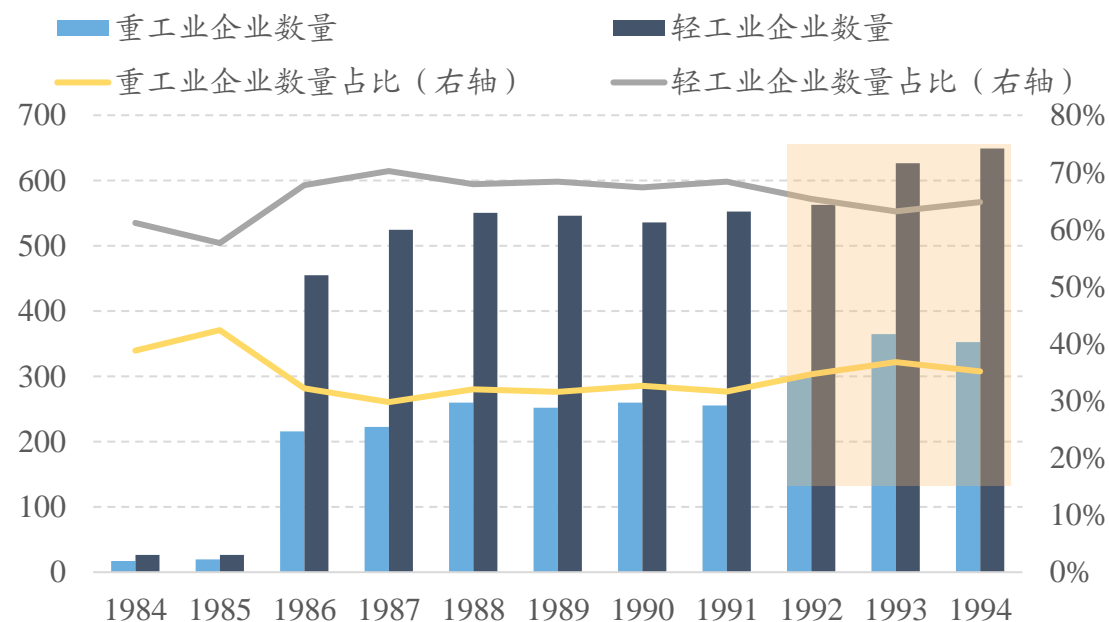
第一次供给侧改革的宏观调控包括：

- 自上而下推进国务院机构改革，实现政企分离，优化政府职能。
- “国有企业改革是整个经济体制改革的中心环节”，对产能过剩国有企业兼并重组，加快国有企业技术进步和产业升级。
- 采用稳健中性偏紧的货币政策，促进企业债权转股权等市场化改制。
- 通过房改、税改、汇改和对外开放释放国内外需求。

1990-2021年我国宏观经济数据（单位：%）



1984-1994年我国工业企业数量及占比（单位：万个；%）



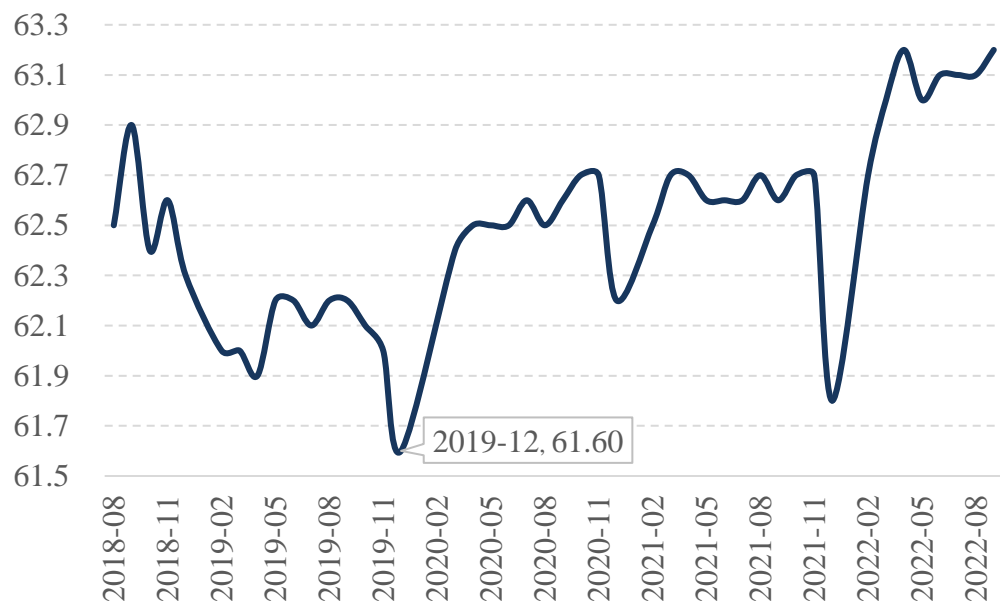
# 历史低增长复盘：中国的两次供给侧改革

## ✓ 第二次供给侧改革：2015年中央经济工作会议提出“三去一降一补”

2016年以来中央企业关闭退出钢铁产能1644万吨，煤炭产能1.19亿吨，整合煤炭资源2.4亿吨；疫情前夕，以地方国有企业为代表的企业资产负债率累计值快速降至61.6%；截至2021年6月末，国家发改委初步统计市场化债转股累计签约3.08万亿元；商品房待售面积累计同比大幅降低，房地产行业去库存成效显著。

- 去产能，“多兼并重组，少破产清算”的思路解决传统制造业产能过剩问题，积极寻求产业转型和升级，扩大有效供给。
- 去库存，调控房地产行业价格、促进存量房去库存和产业兼并重组。
- 去杠杆，强调发展的同时要控制企业和地方政府债务结构，增加权益资本比重，防范金融风险。
- 降成本，降低制度性交易成本、降低社会保险费、降低企业财务成本等，服务实体经济企业发展。
- 补短板，通过“阶段性提高财政赤字”保障基础建设投资和改善民生

地方国有企业资产负债率累计值（单位：%）



2011年后我国商品房待售面积累计同比（单位：%）



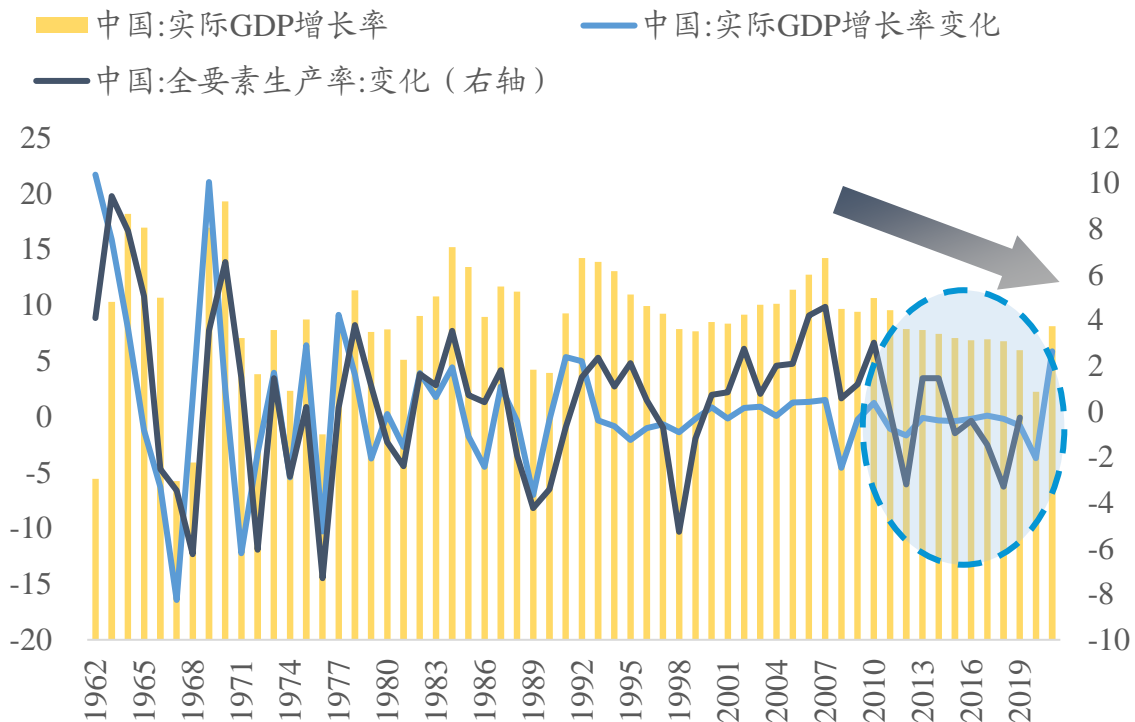


# 产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会

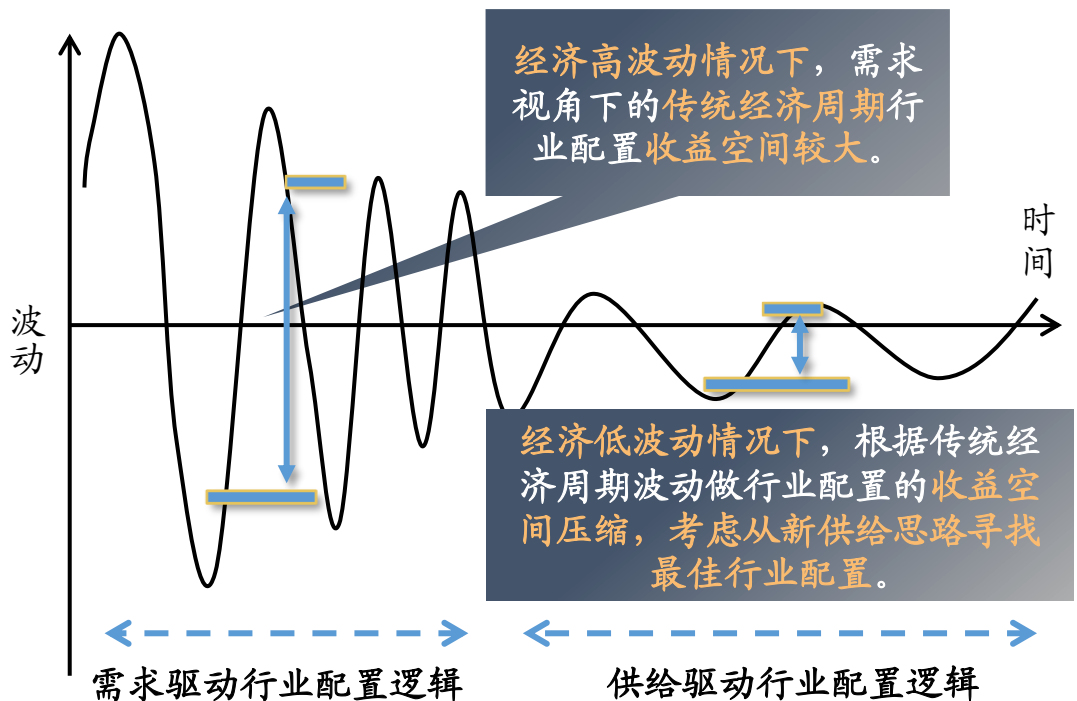
✓ 从我国经济发展的现状和特点看，一方面，现有的很多需求视角和经济周期视角的行业比较框架，是基于对历史数据回测和经验复盘，但我国经济已经进入低增长的新常态，其特点表现为：

- 1. 经济增长中枢明显下移。疫情后2021年虽有明显反弹，但2022年名义GDP增长率仅为3%，远低于5.5%的预计增长目标。
- 2. 经济波动趋于稳定。在金融危机后到疫情前的2009-2019年期间，我国实际GDP增长率的年均边际变化率仅为-0.34%，与振幅明显的全要素生产率变化曲线出现分化。

中国经济实际增长率及全要素生产率变化（单位：%）

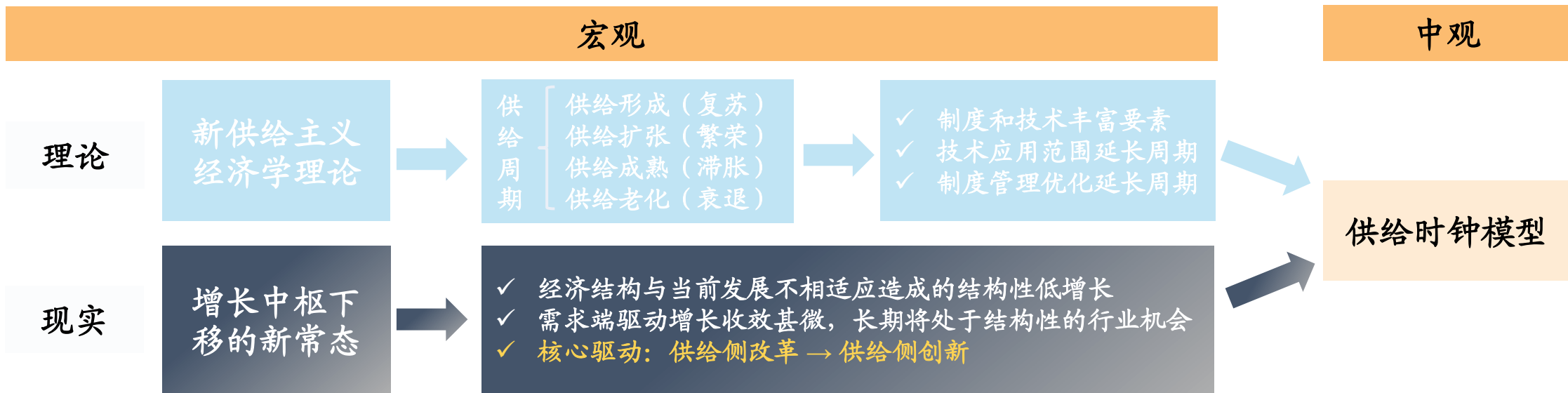


中国经济新常态：增长中枢下移且长期趋稳

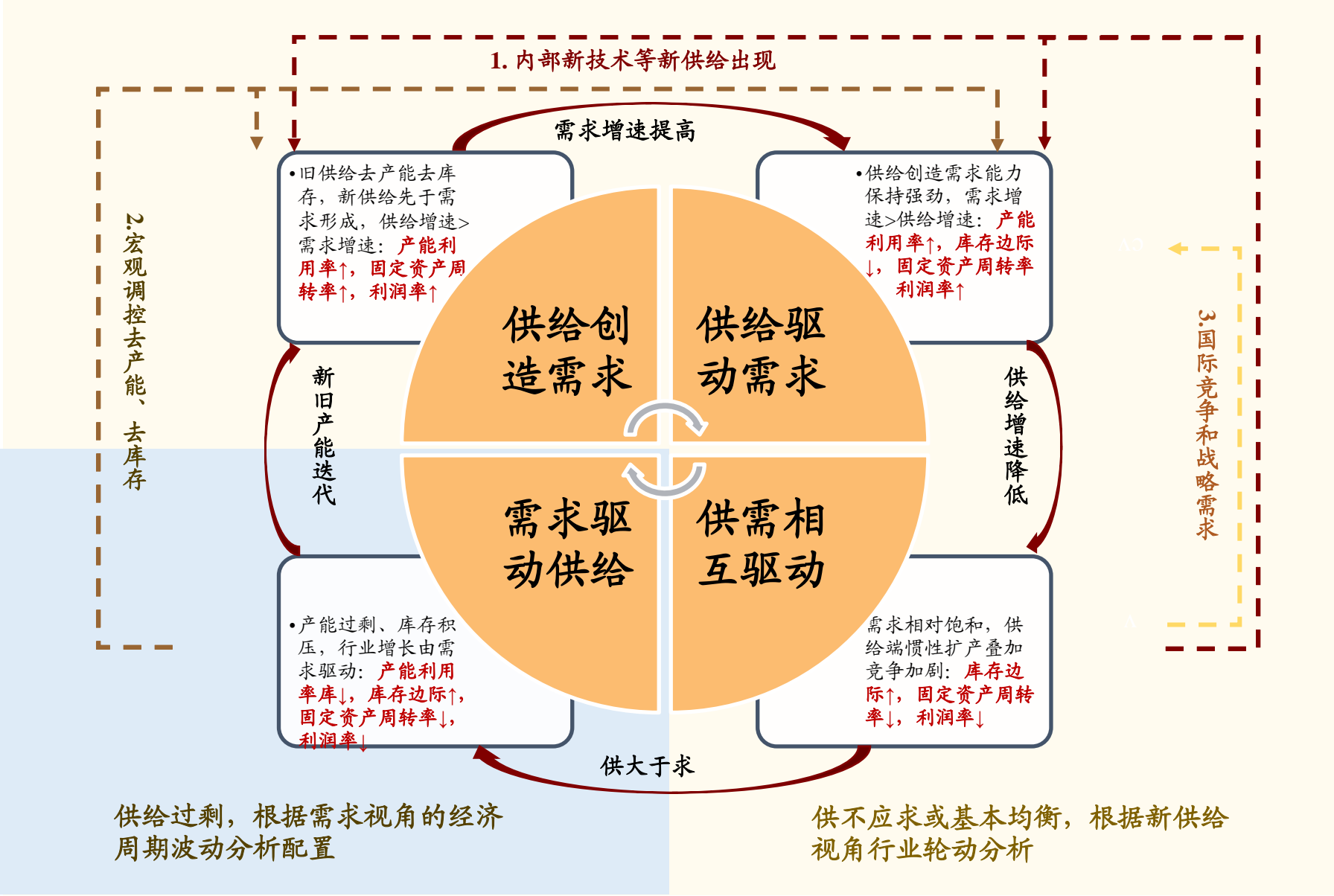


# 产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会

- ✓ 从我国经济发展的现状和特点看，一方面，现有的很多需求视角和经济周期视角的行业比较框架，是基于对历史数据回测和经验复盘，但我国经济已经进入低增长的新常态，其特点表现为：
  - 3. 外部国际环境压力和国内需求端动力不足。一方面，以美国为首的国家贸易保护主义和逆全球化趋势导致外需动力不足；另一方面，虽然我国居民消费对经济发展贡献率仍存在较大发展空间，但人口负增长、城镇化进度放缓将难以长期维持国内有效需求增长。
- ✓ 基于传统经济周期分析框架对我国市场行业配置研究的局限性，我们认为未来从需求侧经济周期波动的思路配置行业获取收益的机会在减少，未来经济增长的发力点在于供给端创新反向驱动需求增长，因此需要在供给侧视角下做行业配置。



产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会



## 新常态下的供给侧机遇：技术自主替代、能源安全、科技持续进步

- ✓ 目前，供给要素约束仍然是对产业技术升级拉动需求的一大阻力。
- ✓ 未来较长时间之内，中国再很难回到高速增长的时代，经济由需求端驱动增长收效甚微，长期将处于结构性的行业机会中——未来增长发力点是在于如何整合、利用释放出来的生产要素升级产能，从供给创生需求，进而由供给驱动需求。
- ✓ 结合我国和世界主要经济体的供给侧改革经验，技术是提高要素生产率的关键，从供给侧改革到供给侧创新，是拉动经济增长、扩大需求的驱动力量，是对供给侧结构性改革中“去产能、补短板”的深化和延续，对应行业赛道具体特征可以概括为：技术自主替代、能源安全、科技持续进步。

### 现阶段的低增长与2015年供给侧改革的情况存在明显差异：

▶ 大量落后过剩产能占据的生产资源和要素已经被释放出来；

▶ 房地产开发商在去库存和“内保外贷”度过融资危机之后的拿地意愿会更加谨慎。这意味着未来的房地产存量将进一步出清，再加上2020年以后我国的城镇化率年均增长速度明显放缓、城镇化人口增量不足，居民财富投资固定资产拉动内需的增长模式很可能一去不复返；

▶ 我国经济结构面临人口老龄化提前、城镇化增速放缓、土地财政落后性、国内外需求不及预期等新问题；

▶ 我国面临着严峻复杂的国际环境和核心关键技术“卡脖子”难题。在中美关系陷入危机、国际贸易保护主义盛行等现状看，国际产业分工合作的成熟格局将被打破，上游供应链与前沿技术扩散途径存在阻滞，然而危机与机遇并存：

- 一方面，实现关键核心技术自主可控的迫切性为我国技术创新和发展新兴产业坚定了决心，新的生产要素和新的需求也在创新过程中不断涌现出来，国际产业分工之革新有望加快我国自身产业结构技术迭代和消费需求升级的步伐；
- 另一方面，在短期国内总需求不变的情况下，以国际进口产品为主导的国内高新技术产业市场份额中，我国自主研发技术及产品存在广阔的替代空间。



■ 上半年市场复盘

---

■ 预期走弱，2014可能重现

---

■ 低增长时代，该寻找怎样的投资范式

---

■ 下半年市场趋势、风格和行业配置研判

---

■ 风险提示

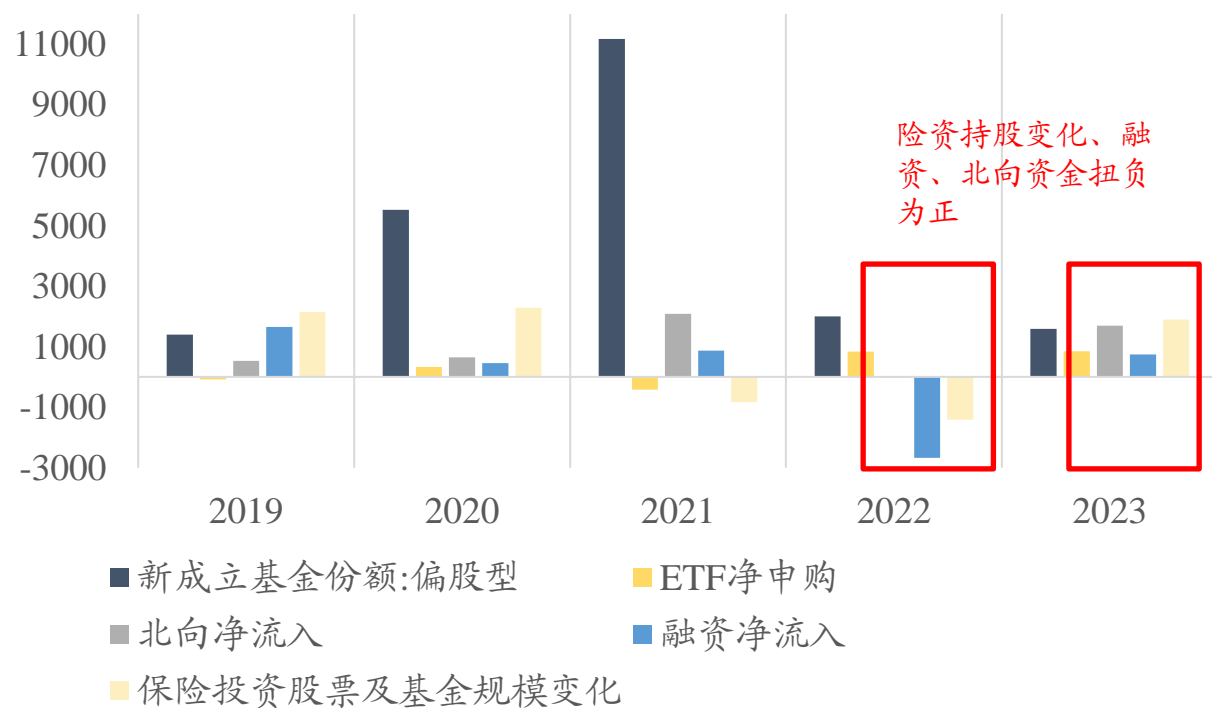
---

# 保险投资股票及基金规模领增，北向资金、两融规模向好

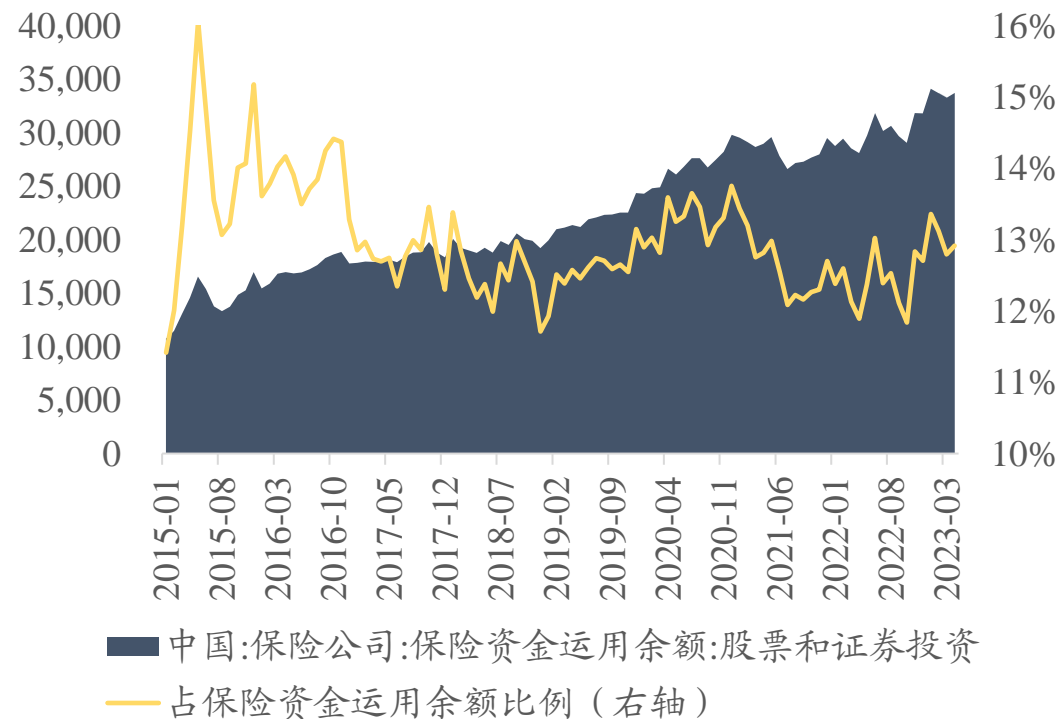
✓ 从A股资金供给端来看，2023年截至5月，保险投资股票及基金规模领增，北向资金向好，两融规模年后持续扩张。

- 新成立偏股型基金份额达1587亿元，同比-20.7%，远低于前三年同期发行水平；
- ETF净申购846亿元，规模基本与2022年持平；
- 北向资金净流入1693亿元，已达2022全年北向流入的1.88倍；
- 融资净流入742亿元，去年同期净流出2675亿元，年后两融余额持续扩张。
- 保险投资股票及基金规模扩大，达1897亿元；其占险资运用余额的比例为12.92%，同比显著提升1.03pct。

图：2019-2023年前5月各类资金累计供给规模（单位：亿元）



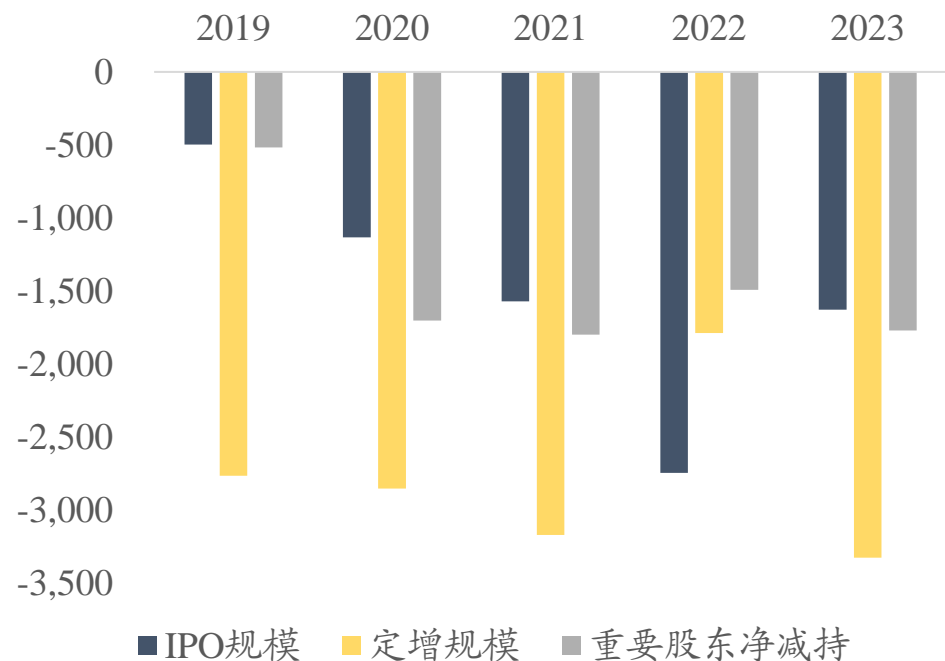
图：2018-2023年5月两融余额及交易额占比（单位：亿元；%）



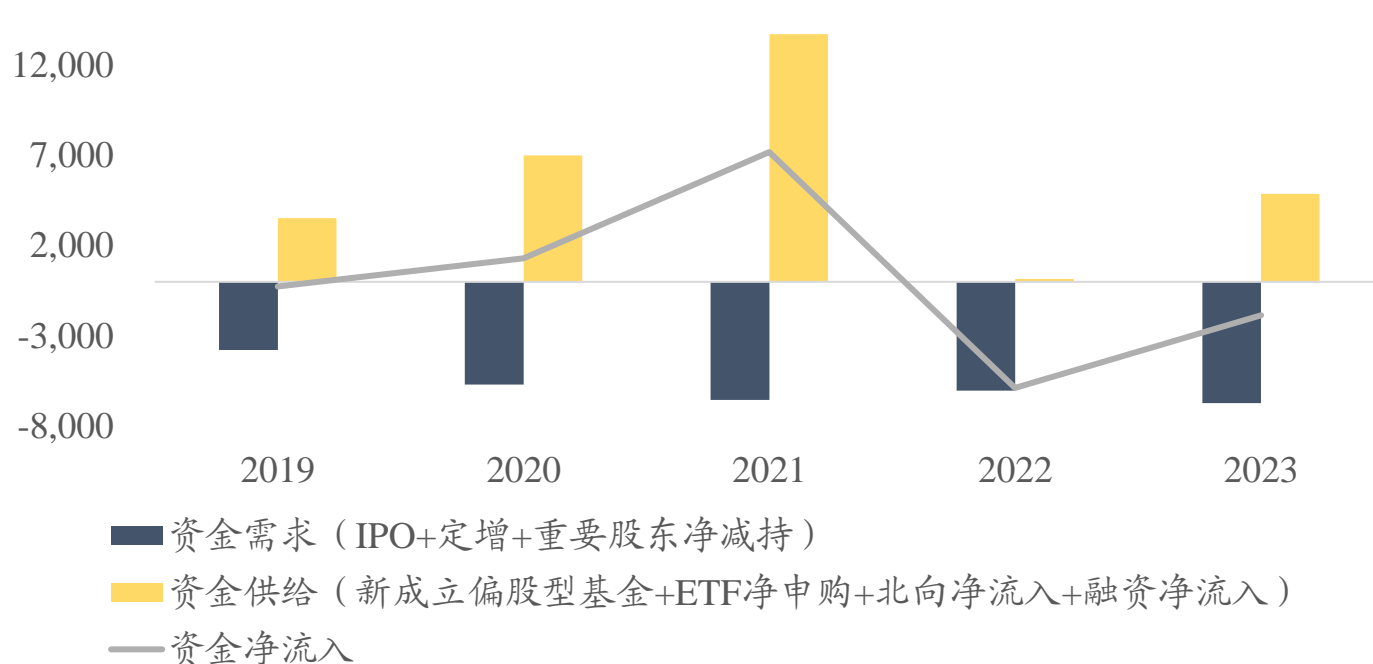
## 年初至今A股资金净流出，仍处于存量博弈阶段

- ✓ 从需求端来看，2023年截至5月，定增规模和产业资本净减持同比扩大、IPO规模收缩。
  - IPO融资金额总计1628亿元，较2022年同期收缩40.7%。
  - 定增融资金额为3328亿元，同比扩大86%。
  - 重要股东净减持1770亿元，同比略增。
- ✓ 年初至今，A股资金累计净流出，但规模好于2022年，供给需求端双双扩张，仍处于存量博弈阶段。
  - A股资金净流出1858亿元，同比降低68%。其中，资金总供给4868亿元，总需求6729亿元，供给端与需求端双双扩张。

图：2019-2023年前5月资金需求累计规模（单位：亿元）



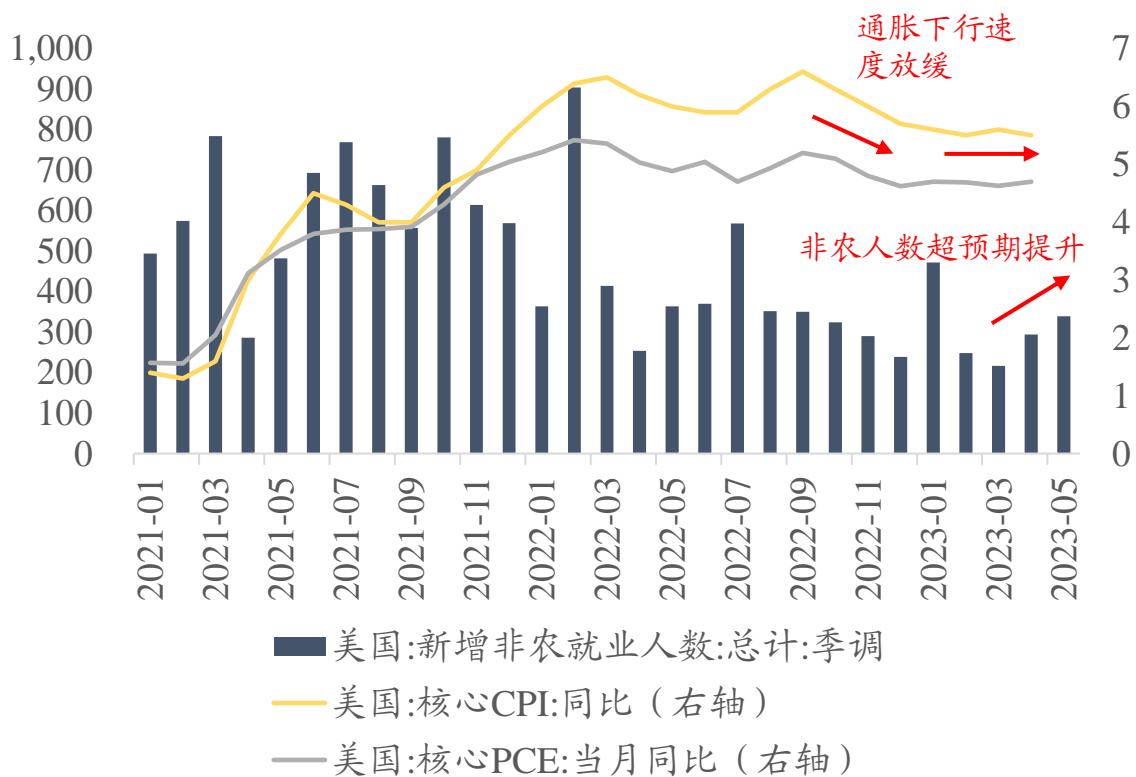
图：2019-2023年前5月资金累计供需规模（单位：亿元）



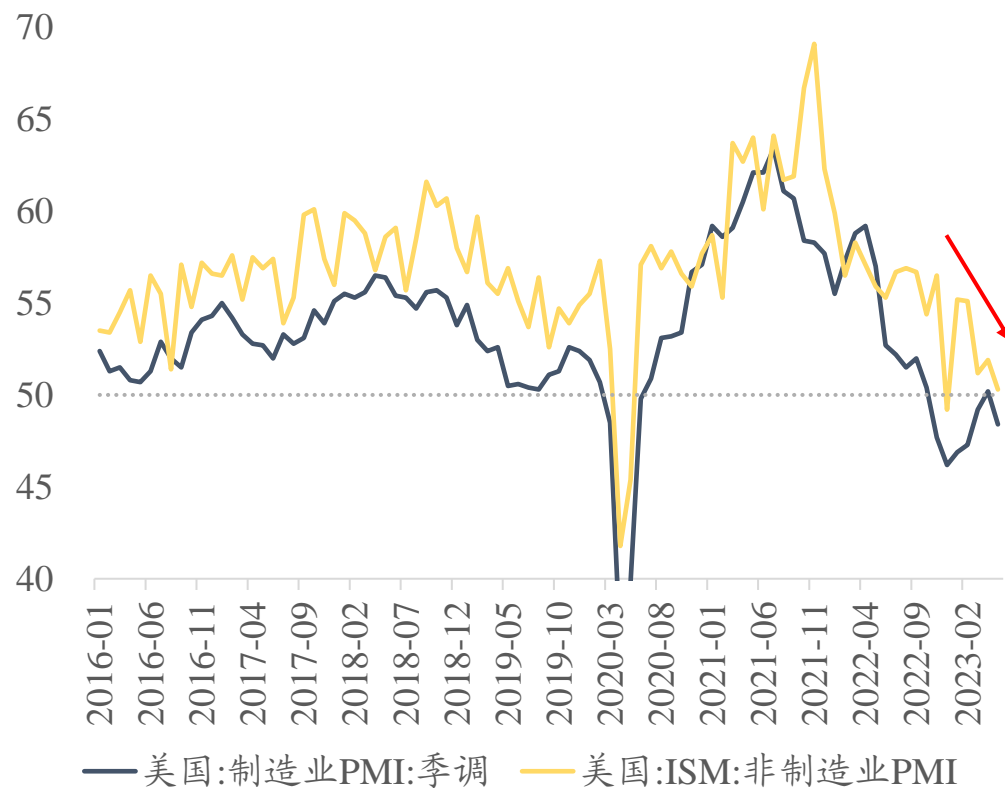
# 美债利率走势可能成为下半年A股走势的关键变量

- ✓ 5月非农数据出台后美联储陷入两难境地，内部分歧加剧，下半年加息/降息节奏尚不明朗，美债走势暂难判断。
  - 一方面，非农就业、核心CPI等数据超预期，显示美国通胀粘性依然较强，短期内加息预期提升。
  - 另一方面，美国经济数据转弱、失业率提升、中小银行危机或仍在潜伏蔓延，叠加美债上限协议达成后联邦政府利息支出承压，长期来看美联储继续加息约束重重。

图：美国5月新增非农人数超预期、核心CPI和PCE粘性较强  
(单位：千人；%)



图：美国5月制造业及非制造业PMI均有所回落 (单位：%)



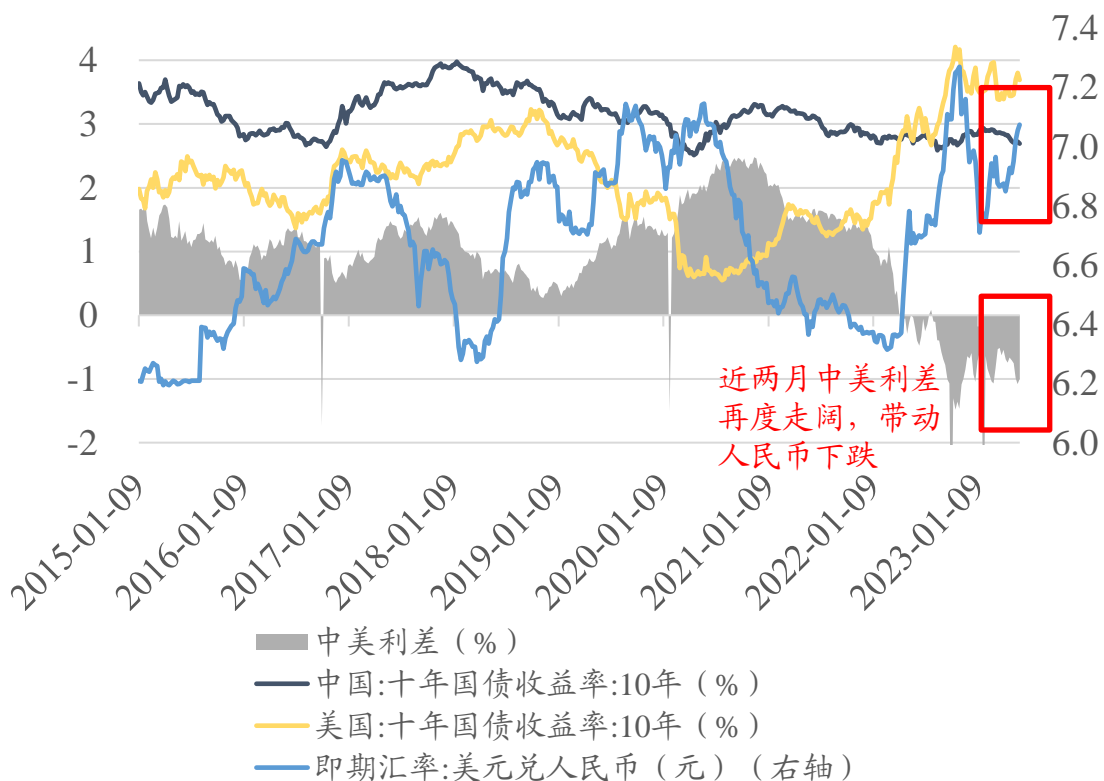


# 美债利率走势可能成为下半年A股走势的关键变量

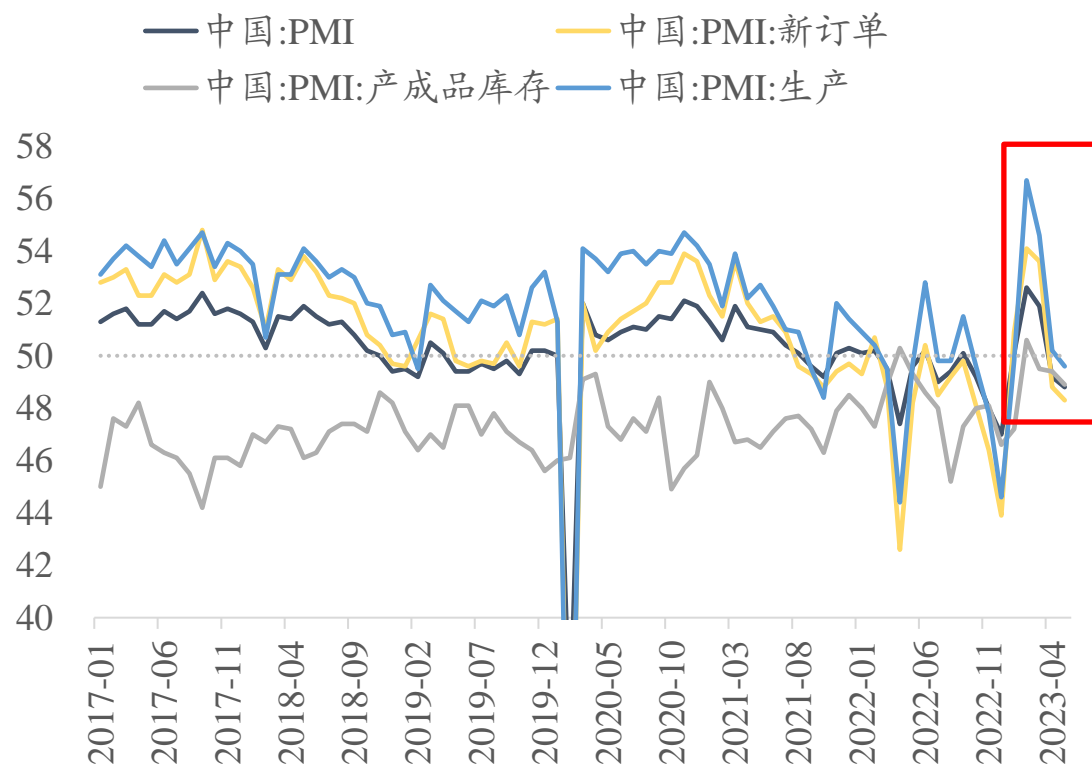
✓ 未来A股资金面的关键要看美债收益率走向。若美债收益率回落带动中美利差缩小、人民币走强，叠加国内政策预期提升或后期稳增长政策实际落地，外资将有望重回流入，为A股注入流动性。

- 4-5月美国银行业危机发酵、债务上限谈判悬而未决，导致外资避险情绪高涨，中美利差不断扩大、人民币汇率下跌，北向资金连续两月净流出。
- 中国5月PMI不及预期，市场期待有力政策出台以促进经济修复、预期回升，吸引外资流入。

图：2022Q4后中美利差走高震荡（单位：%；元）



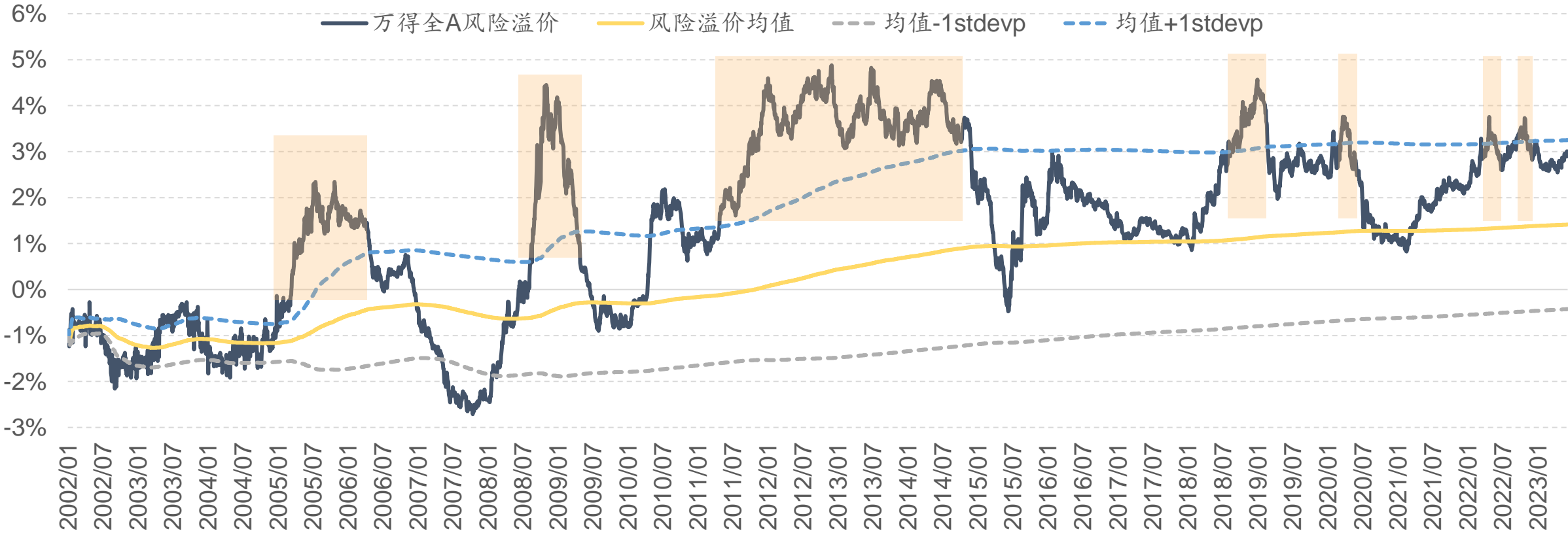
图：中国5月PMI不及预期（单位：%）



# 风险溢价角度：当前进入优势区间，风险溢价进一步提升的空间有限

✓ 当前Wind全A风险溢价接近均值+1stdevp，进入优势区间。

图：当前Wind全A风险溢价接近均值+1stdevp

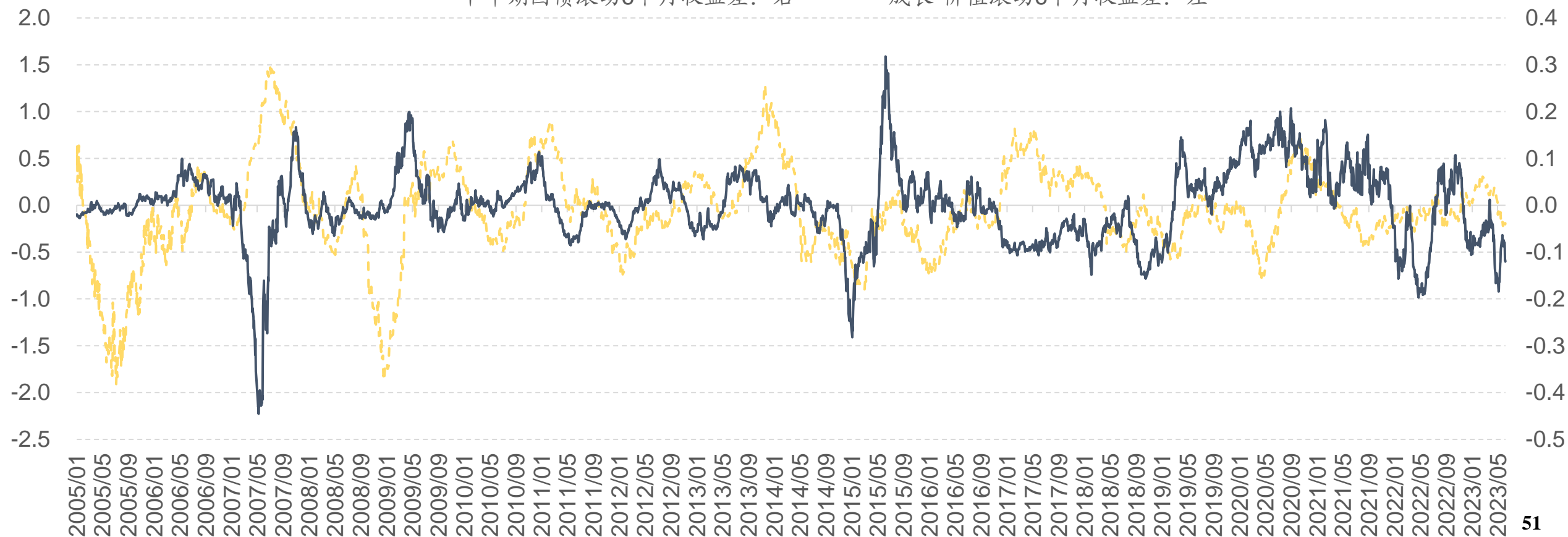


## 风格角度，十年期国债是风格之锚

- ✓ 十年期国债到期收益率走势和成长-价格风格关系较为密切;
- ✓ 当前，成长—价值背离接近底部区域，成长风格反转的空间已经具备;
- ✓ 下半年A股大概率将处于非典型成长风格（成长指数较弱,但主题交易和独立产业趋势的板块走势较强）向偏成长风格切换的过程。

图：风格指数和十年期国债的相关性较强

---十年期国债滚动6个月收益差：右      —成长-价值滚动6个月收益差：左



## ✓ 下半年市场趋势和风格研判

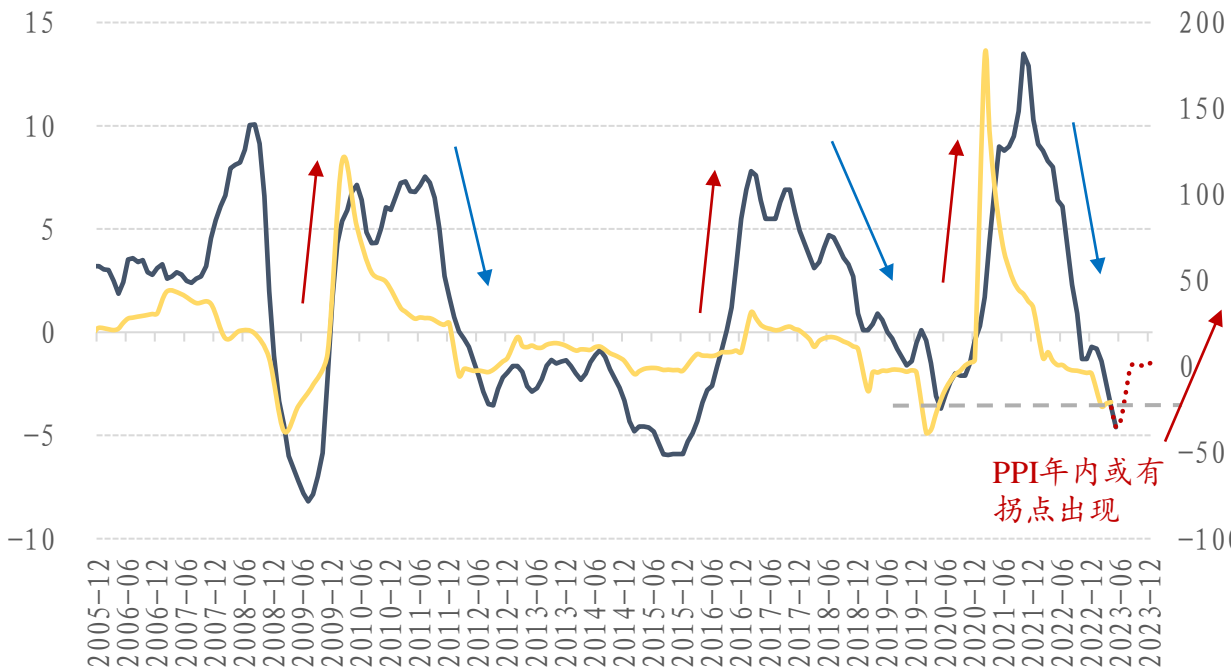
- 下半年市场趋势：美债利率走势和内需政策是关键，预计下半年A股将震荡上行。一方面，未来A股资金面的关键要看美债收益率走向。若美债收益率回落带动中美利差缩小、人民币走强，叠加国内政策预期提升或后期稳增长政策实际落地，外资将有望重回流入，为A股注入流动性，另一方面，美债利率的下行将使得国内政策空间打开，下半年刺激内需政策值得期待。
- 下半年市场风格展望：当前，成长-价值风格背离接近底部区域，成长风格反转的空间已经具备，但需要触发信号，下半年A股大概率将处于非典型成长风格（成长指数较弱，但主题交易和独立产业趋势的板块走势较强）向偏成长风格切换的过程，而价值风格在触发信号出现前可能仍然相对占优。

# 企业盈利下半年趋于稳定，年内或迎来拐点

- ✓ PPI周期与企业盈利高度相关，两者全年或均有拐点出现
  - 本轮PPI周期始于2020年5月，上行周期17个月，下行周期2021年10月至今已有20个月，5月PPI数据-4.6已低于周期起点的PPI数据-3.7，处于2004年以来的8.5%分位点，位于历史底部位置，年内或迎来拐点。
- ✓ 国内库存周期进入下行期后半段，一旦库存周期见底，将成为盈利上行的动力之一
  - 本轮库存下行周期自2021年10月开始已持续下行近一年，4月库存数据5.90，处于2004年以来的17.80%分位点。

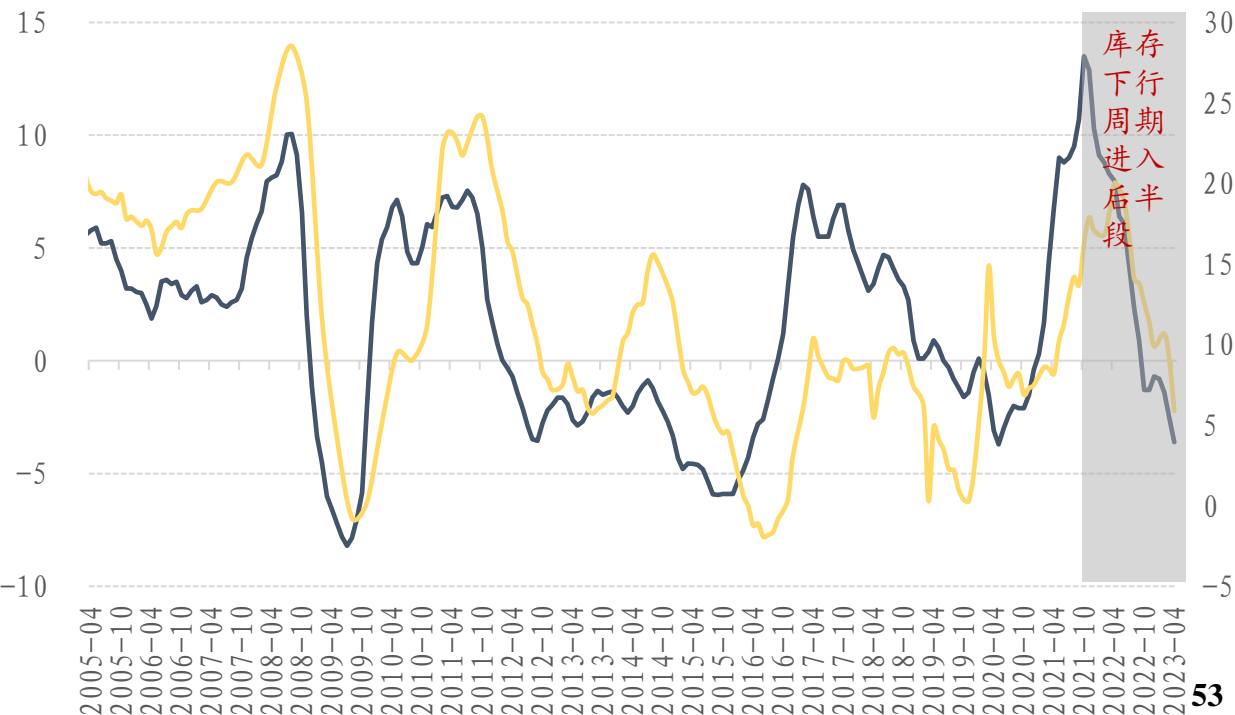
图：PPI周期与企业盈利高度相关，年内或有拐点出现

— 中国:PPI:全部工业品:当月同比  
 ..... 中国:万得一致预测:PPI:当月同比  
 — 中国:工业企业:利润总额:累计同比(右轴)



图：国内库存周期进入下行期后半段

— 中国:PPI:全部工业品:当月同比  
 — 中国:工业企业:产成品存货:同比(右轴)



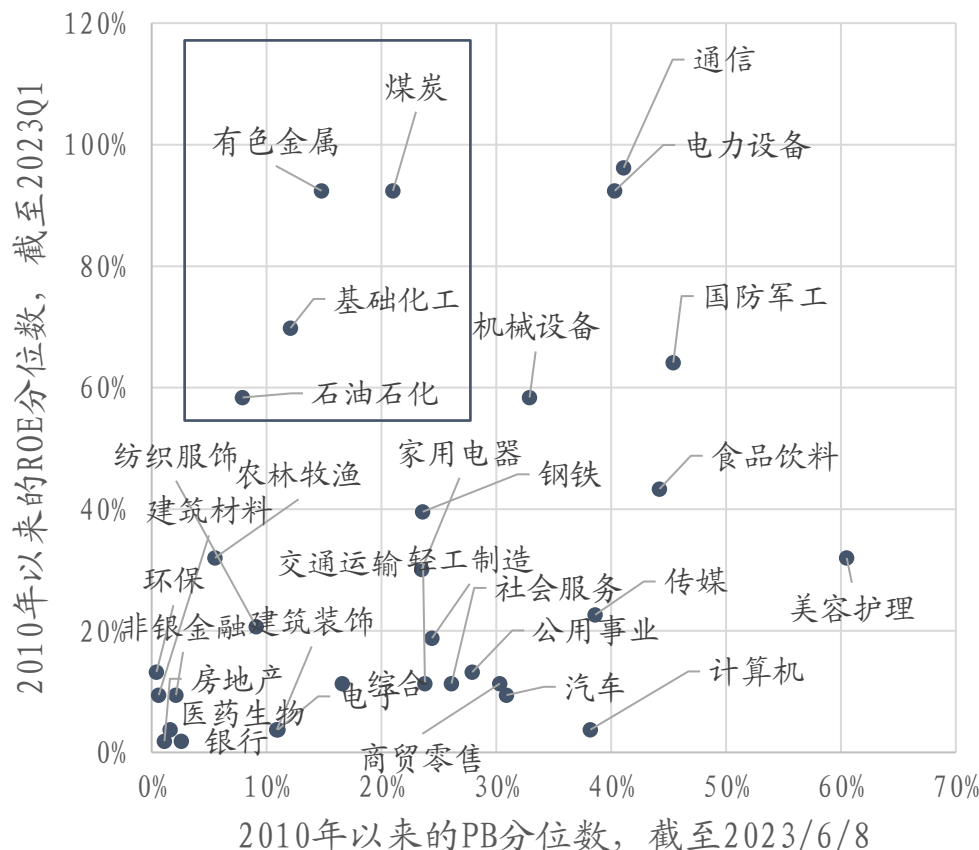
# 行业景气度关注空间较大且产业趋势强的行业

- ✓ 从资本开支、ROE和PB看行业景气度，煤炭、有色金属和基础化工行业的景气度稳定但市场估值较低。
  - 从资本开支来看，汽车、电力设备、煤炭、基础化工和有色金属近两年资本开支稳定，同时2023年一季度增长。
  - 从ROE和PB分位数来看，煤炭、有色金属、基础化工和石油石化ROE分位数较高，但PB仍处于低位。

表：资本开支同比增速行业内比较（自2010/3/31起）（%）

申万一级	2023-03-31	2022-12-31	2022-09-30	2022-06-30	2022-03-31	2021-12-31	2021-09-30	2021-06-30	2021-03-31
食品饮料	6.62	2.96	3.16	3.22	4.23	29.91	33.13	42.49	65.33
农林牧渔	(23.88)	(35.40)	(40.27)	(43.58)	(40.31)	(24.41)	(16.33)	11.17	64.56
家用电器	1.49	(0.54)	1.99	3.34	(5.89)	26.30	62.69	48.33	40.78
商贸零售	(17.31)	(19.82)	(17.86)	(16.21)	(16.04)	5.08	9.88	(0.21)	10.06
社会服务	(1.48)	(22.16)	(39.78)	(49.12)	(51.57)	(5.19)	28.88	55.01	61.29
医药生物	(9.38)	4.80	6.87	8.52	22.94	34.45	46.51	61.10	66.28
美容护理	0.40	(10.77)	(17.27)	(18.71)	(10.95)	(7.84)	5.04	22.61	24.73
汽车	42.02	69.38	54.83	62.62	48.75	32.19	30.05	24.30	19.50
轻工制造	(2.26)	(5.82)	(4.85)	(8.72)	3.41	21.98	41.51	60.29	57.08
纺织服饰	1.04	7.25	2.35	5.01	(10.53)	21.40	43.20	30.52	49.43
电子	(13.53)	4.62	9.12	10.10	18.18	20.26	19.71	33.56	51.92
电力设备	27.78	42.91	48.77	51.25	59.51	72.98	76.99	77.50	77.97
国防军工	6.43	12.87	8.77	11.28	9.53	16.17	32.87	30.04	41.45
计算机	(0.28)	1.18	5.15	3.72	5.85	18.60	24.24	21.98	34.97
传媒	2.37	(17.94)	(15.67)	(20.48)	(20.01)	7.62	7.28	25.92	14.78
通信	(2.75)	(2.78)	115.57	3.28	231.91	7.95	126.93	135.74	70.00
机械设备	21.94	9.84	5.21	(3.30)	7.82	34.41	45.16	46.79	58.89
煤炭	80.59	26.60	20.65	21.30	(6.60)	16.81	8.72	3.57	36.41
石油石化	4.78	(0.93)	9.66	(3.50)	27.74	10.50	11.76	4.99	4.50
钢铁	(17.10)	9.70	(4.87)	(2.46)	(7.07)	9.72	38.46	70.10	70.40
基础化工	19.09	32.26	29.08	29.18	24.78	37.90	46.44	48.61	60.15
有色金属	26.71	36.02	34.79	30.51	29.25	3.55	8.20	15.32	11.48
建筑材料	(14.10)	16.70	39.18	100.85	88.48	88.20	75.65	37.09	35.84
建筑装饰	3.67	6.46	6.21	2.00	(14.56)	(10.94)	3.31	9.51	17.62
银行	28.80	11.20	24.11	38.08	20.96	(0.22)	5.58	(6.75)	28.91
非银金融	(32.63)	(9.50)	(16.50)	18.59	(10.26)	(0.65)	(8.44)	34.42	(7.00)
房地产	54.32	(19.83)	(10.72)	(28.72)	(39.03)	(15.48)	(7.31)	9.63	49.31
公用事业	44.85	19.94	10.40	4.51	(2.26)	0.79	8.63	11.24	39.30
交通运输	4.46	(10.14)	(22.10)	(17.01)	(20.60)	28.76	31.33	32.18	42.72
环保	(16.97)	(13.98)	(25.28)	(28.76)	(32.51)	(20.32)	(7.94)	7.16	31.54
综合	3.46	3.61	(17.71)	(28.61)	(40.35)	(25.29)	(3.21)	(3.53)	50.70

图：申万一级行业ROE与PB分位数比较



# 行业景气度关注空间较大且产业趋势强的行业

✓ 机械设备和医药生物的一致预测净利润向好，得益于产业已经出现边际改善。

- 基建投资相对稳健，稳增长政策窗口期打开，对机械设备行业需求稳定。
- 医药开始边际改善，关注改善斜率较大的细分领域。

图：基建投资增速向上趋稳

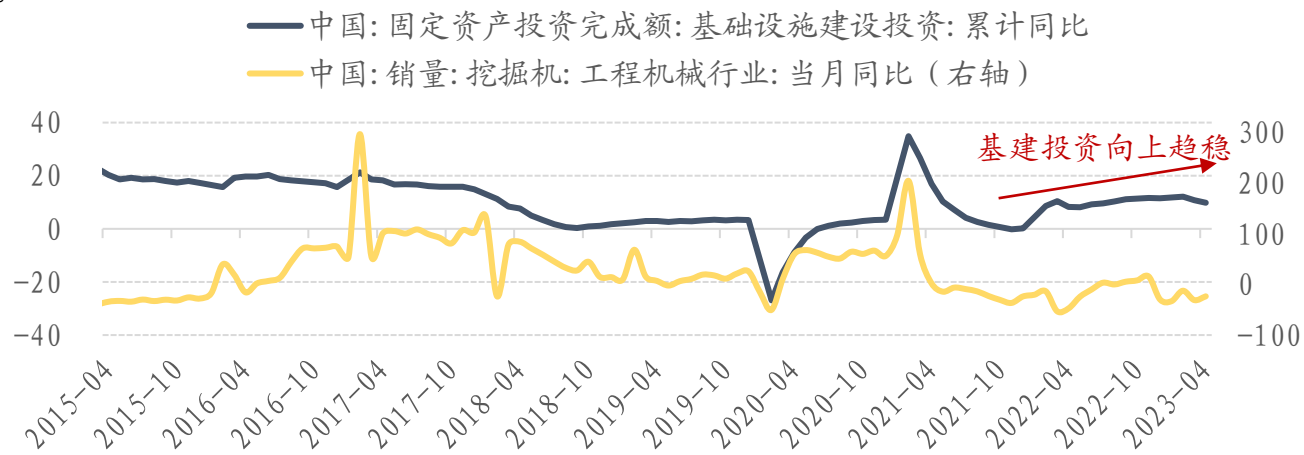
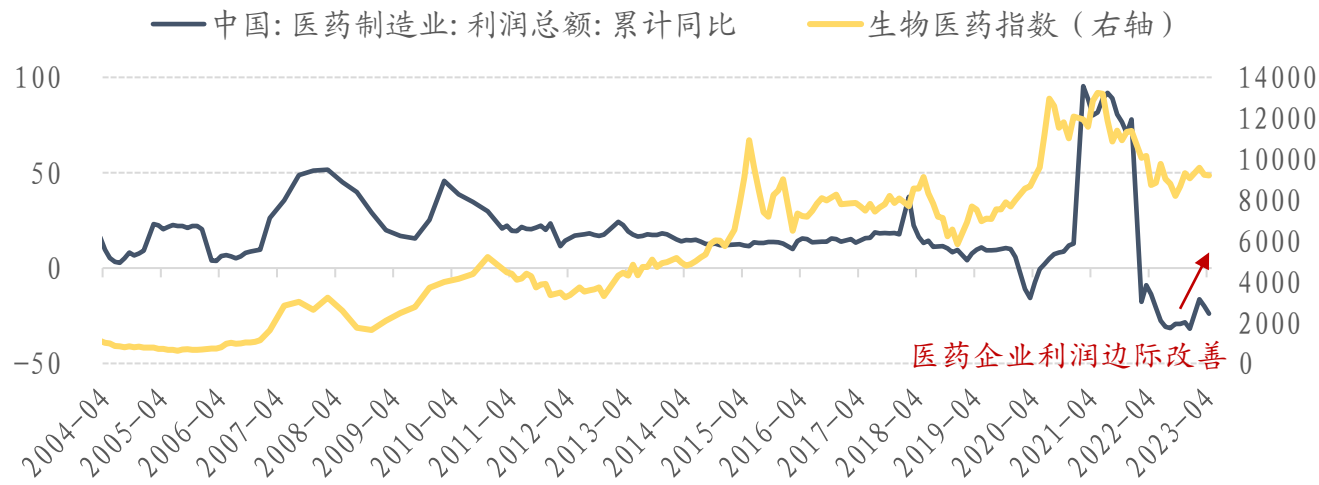


表2：申万行业的一致预测净利润4周变化率（%）

板块	行业	2023-05-31	2023-04-30	2023-03-31	2023-02-28	2023-01-31
周期	煤炭	1.81	(2.40)	(1.05)	(0.90)	(0.17)
	石油石化	3.75	0.68	(5.98)	(2.98)	(0.67)
	基础化工	3.12	(11.58)	(5.15)	(5.05)	(1.69)
	钢铁	(7.90)	(16.36)	4.68	(10.07)	(0.10)
	有色金属	(0.93)	(10.44)	1.14	(1.57)	(0.36)
	建筑材料	(6.48)	(4.78)	(4.96)	(7.94)	(0.77)
	机械设备	6.74	(3.98)	(0.31)	(2.83)	(2.35)
消费	汽车	(11.59)	(6.56)	(0.83)	(3.68)	0.49
	家用电器	0.47	(0.88)	(0.35)	(0.45)	0.48
	社会服务	(68.22)	1.40	(2.81)	(1.03)	(0.36)
	食品饮料	(0.32)	(0.14)	(0.04)	(0.33)	0.33
	医药生物	6.07	(2.01)	0.60	(3.05)	0.70
	农林牧渔	(31.05)	(17.79)	(4.01)	(1.24)	(0.49)
	商贸零售	(51.75)	(4.35)	(4.54)	(1.32)	(1.36)
	纺织服装	(39.40)	(4.25)	(0.86)	0.89	(0.51)
	轻工制造	(4.28)	(4.83)	(1.60)	(3.08)	(1.90)
	建筑装饰	(7.95)	(2.53)	(0.32)	0.12	0.27
稳定	交通运输	9.27	(9.98)	1.49	(2.52)	1.20
	公用事业	0.38	3.68	0.78	(4.05)	(0.82)
金融	非银金融	2.45	0.27	(4.83)	(2.54)	(0.23)
	银行	1.84	(1.18)	2.65	(0.90)	(0.04)
	房地产	(145.15)	(16.36)	(5.57)	(4.72)	(4.55)
成长	电力设备	0.52	(2.43)	1.38	(1.18)	0.18
	国防军工	(13.60)	(2.05)	(5.49)	(4.86)	0.07
	通信	(2.35)	(0.39)	(1.07)	0.32	(0.03)
	电子	(8.01)	(4.63)	(3.64)	(4.61)	(1.16)
	计算机	(15.48)	(2.40)	2.86	(5.29)	(0.70)
	传媒	(5.25)	8.10	(0.67)	(8.38)	(0.38)
其他	综合	(401.09)	(9.26)	(1.43)	0.58	(1.58)

图：医药制造业利润累计增速边际改善



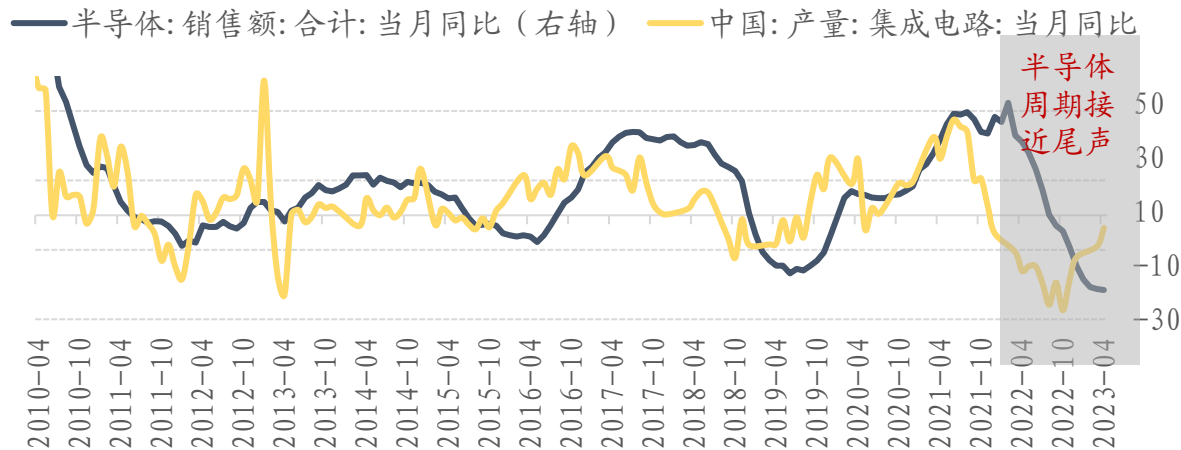
# 行业景气度关注空间较大且产业趋势强的行业

- ✓ TMT相关领域边际改善的空间较大，尽管一致预测净利润当前并不亮眼。
  - 最新数据：当前销量看半导体周期接近尾声，费城半导体指数近期表现强势。
  - 政策事件：国内外产业趋势向上，国家接连发布产业政策。

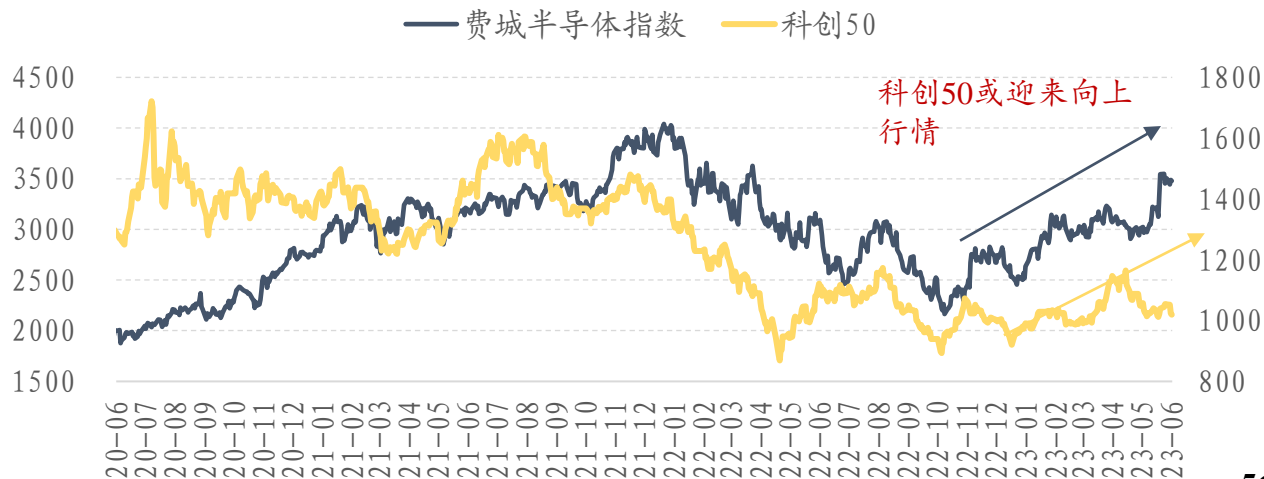
图：半导体周期接近尾声

表2：近期TMT相关领域政策事件梳理

时间	政策事件	发布机构
2023/1/30	ChatGpt月活突破1亿，国外快速商业化应用，AIGC成为市场热点	OpenAI
2023/3/15	OpenAI发布ChatGPT-4，支持多模态输入	OpenAI
2023/3/16	微软发布Copilot，百度发布文心一言	微软、百度
2023/5/23	《关于进一步支持国家新一代人工智能创新发展试验区、国家生物药技术创新中心、国家第三代半导体技术创新中心（苏州）的若干政策》	苏州市政府
2023/5/25	英伟达一季度业绩显著超预期并大幅上调二季度业绩指引	英伟达
2023/5/25	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	上海市政府
2023/5/30	《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023—2024年）》	深圳市政府
2023/5/31	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	北京市政府



图：科创50与费城半导体走势接近





# 消费疲软背景下，促消费也是中央加杠杆的一大方向

- ✓ 中央政府可能通过发放消费券或者现金补贴的形式来刺激消费，从而拉动投资与就业。
  - 4月青年人口失业率超20%、工业企业利润总额累计同比下降20.6%，5月PMI再度不及预期，均提示基本面修复动能放缓，需求不足问题突出。
  - 四月政治局会议提出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键，要发挥好政府激励的引导作用”。发行消费券有利于提升消费对GDP的贡献比例、进一步带动投资就业，或将改善预期。

图：5月PMI仍处荣枯线下（单位：%）



图：工业企业利润总额累计同比下降（单位：%）



图：4月16-24岁人口失业率创历史新高（单位：%）

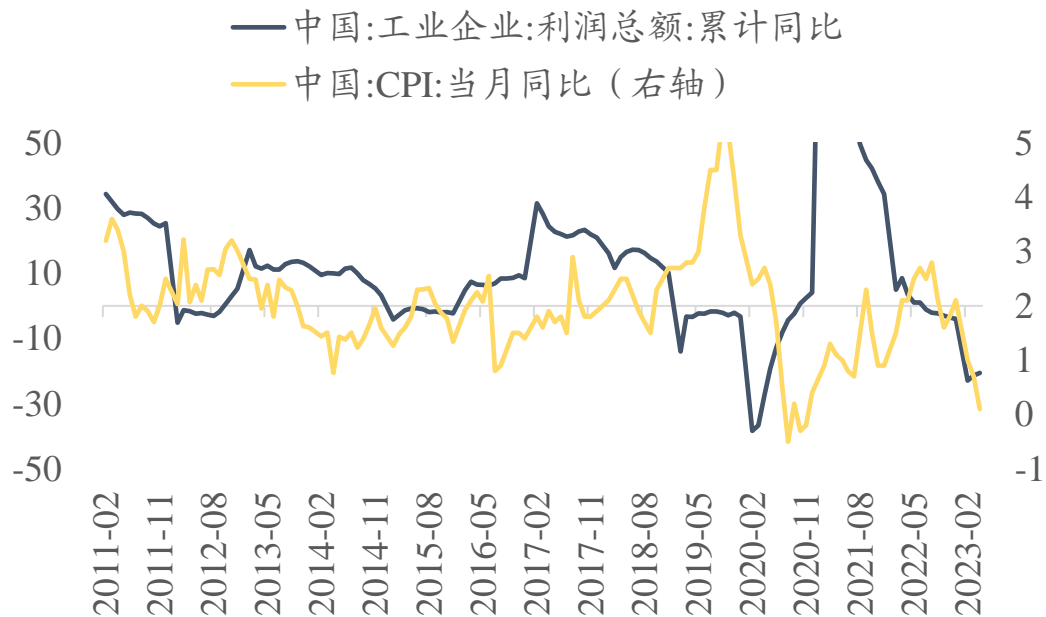


# 未来中央或将依靠居民转移支付刺激需求端

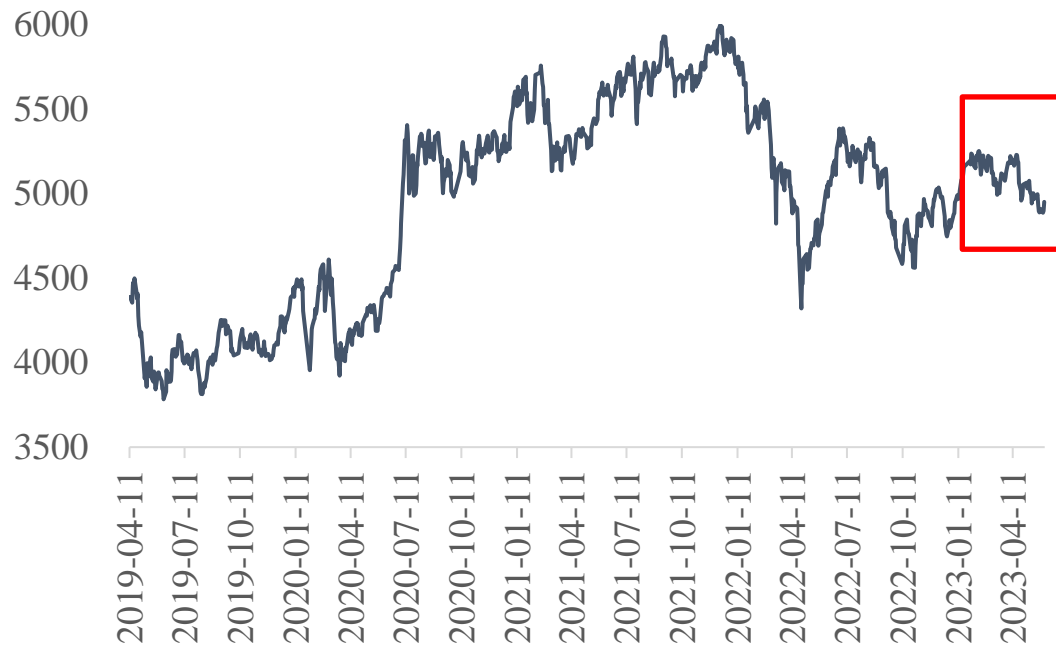
✓ 居民消费行为的三大影响因素系工资收入增速、财产性收入、政府转移支付，我们认为当前背景下转移支付可行性最高，中央政府有望通过转移支付的方式发力刺激需求端。

- 工资收入增速：今年CPI同比放缓，企业盈利增速尚未好转叠加失业率高增，居民工资收入端难以修复。
- 财产性收入：房市、股市双双承压。
- 政府转移支付：得益于我国中央政府偏低的杠杆率，可依靠中央加杠杆将资金通过现金补助、消费券、购车/购物/旅游补贴等方式转移至居民端，进而刺激消费。

图：CPI及企业盈利增速均较疲弱（单位：%）



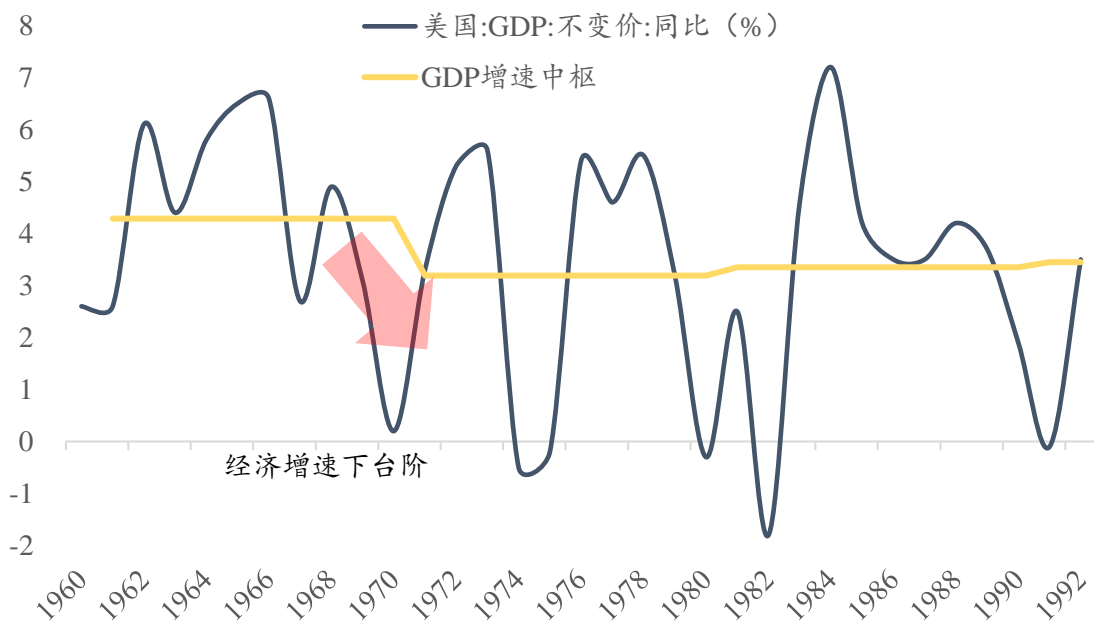
图：万得全A近期震荡回落（单位：%）



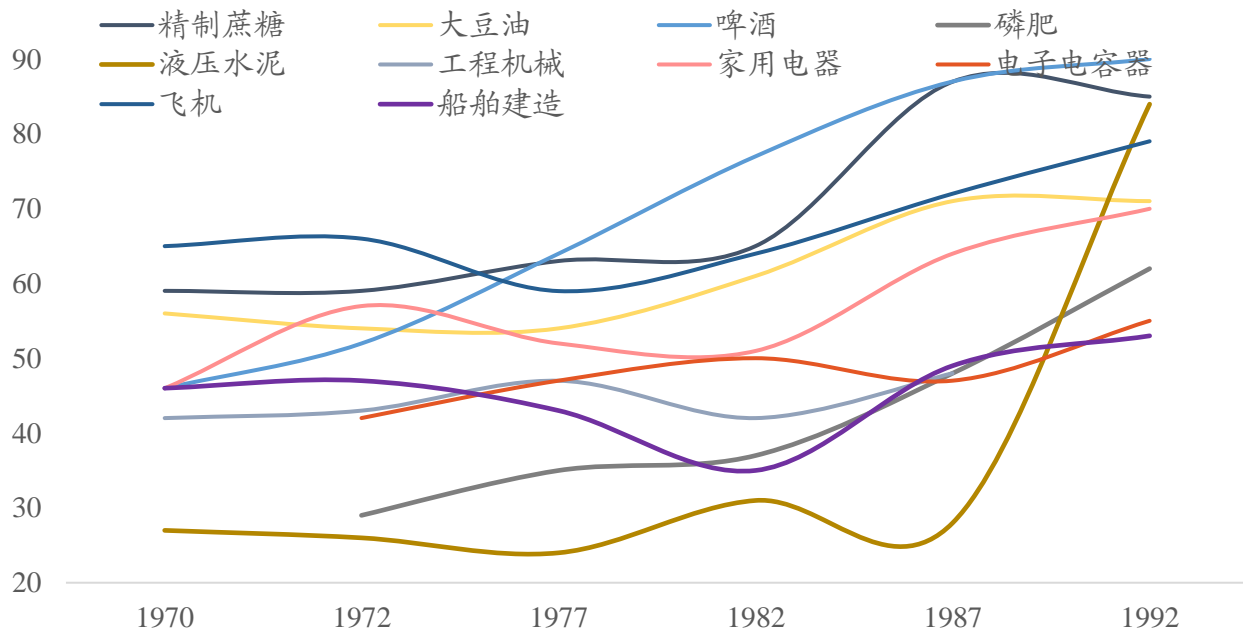
# 龙头集中度进一步提升：海外经济增速下台阶阶段可能伴随产业格局演变

- ✓ 美国经济增速下台阶时期，以制造业为代表的部分产业行业集中度逐步提升
  - 1970年代美国经济增速中枢下台阶（1960s/1970s GDP平均增速为4.29%/3.19%）
  - 1970s-1990s，美国制造业发展提速、科技战略地位提升，开始了经济发展由速度驱动到质量驱动的转型
  - 在上述经济转型期间，中低端（如啤酒、基础化工等）和高技术制造业（如电子电容等）行业格局先后由分散向集中的转型

图：1960-1980美国经济增速中枢下行



图：美国 70-90 年代部分产业集中度逐步提升

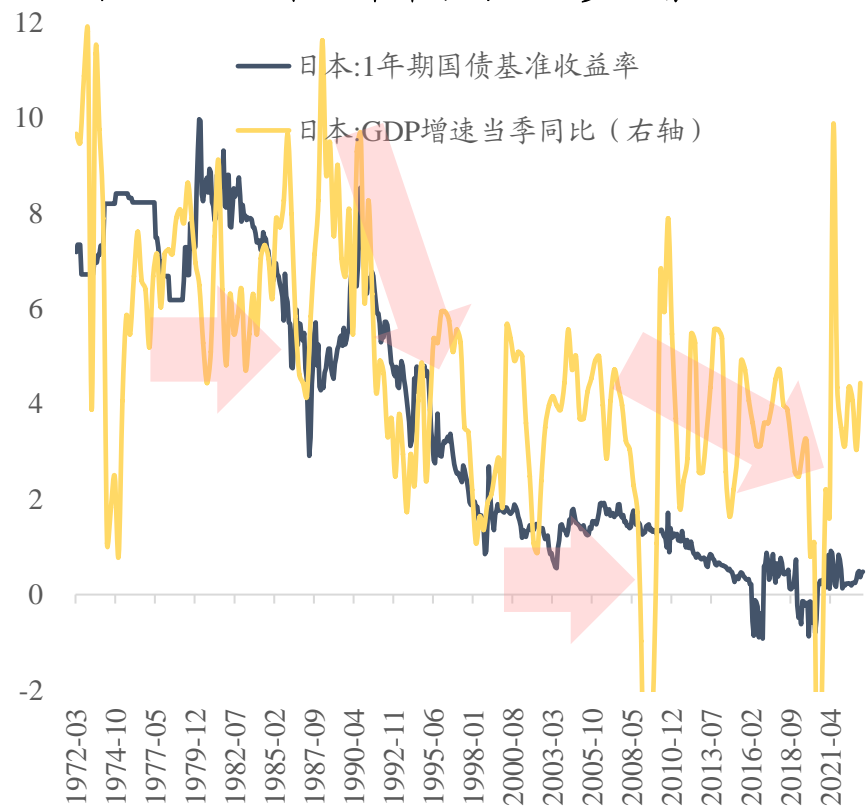


# 龙头集中度进一步提升：海外经济增速下台阶伴随产业格局演变

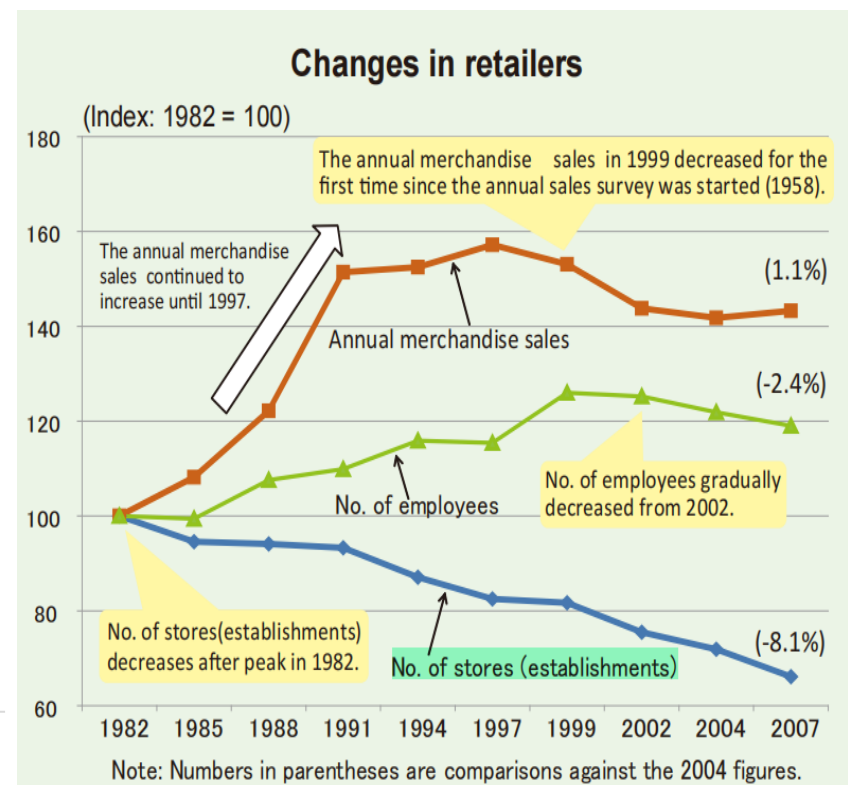
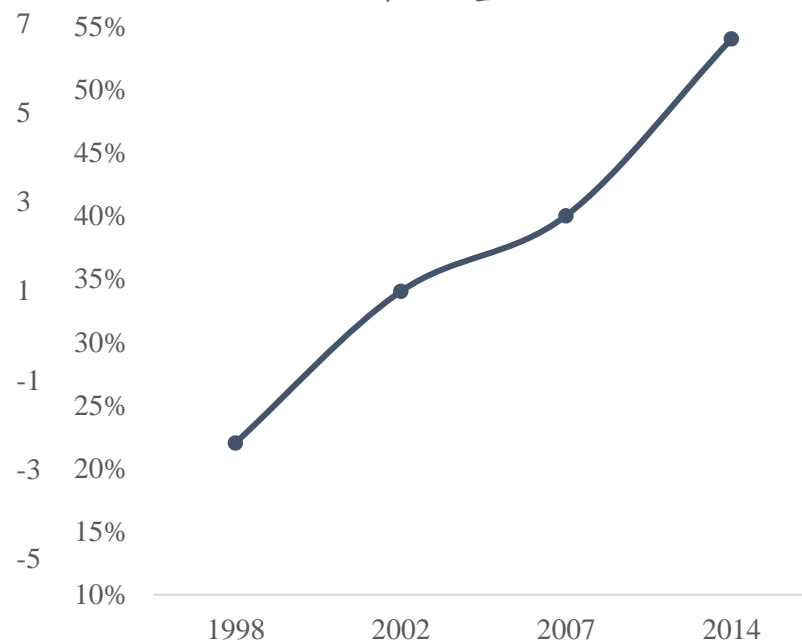
## ✓ 日本经济增速下台阶时期，以制造业为代表的部分产业行业集中度逐步提升

- 1980年起，日本利率进入长期下行通道，1990年起日本GDP增速中枢显著下行，经济进入长期低增长阶段
- 在较长期低增长阶段，日本部分行业发生行业供给端逐渐出清、企业数量减少的现象（如日本100人以上钢铁供应链企业营收由1998年的22%提升至2014年的54%）

图：1990s日本经济部分行业逐步出清



日本100人以上钢铁供应链企业营收占全行业比重

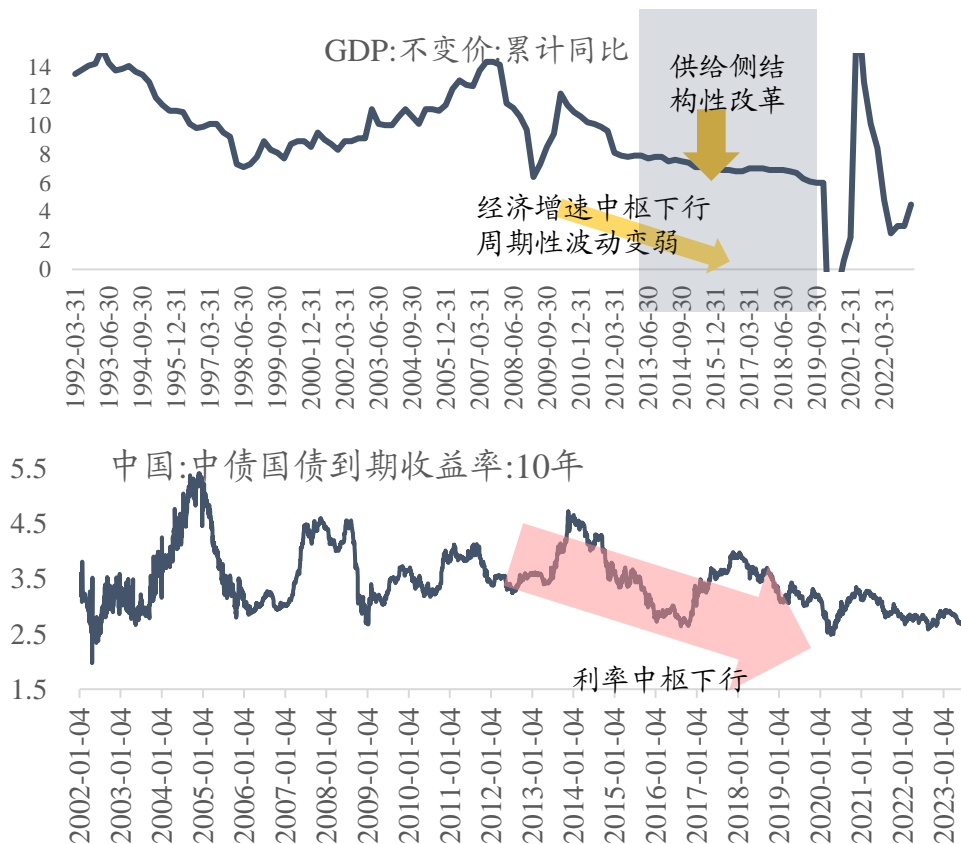


# 龙头集中度进一步提升：我国2016-2018年行业供给侧出清，龙头公司受益

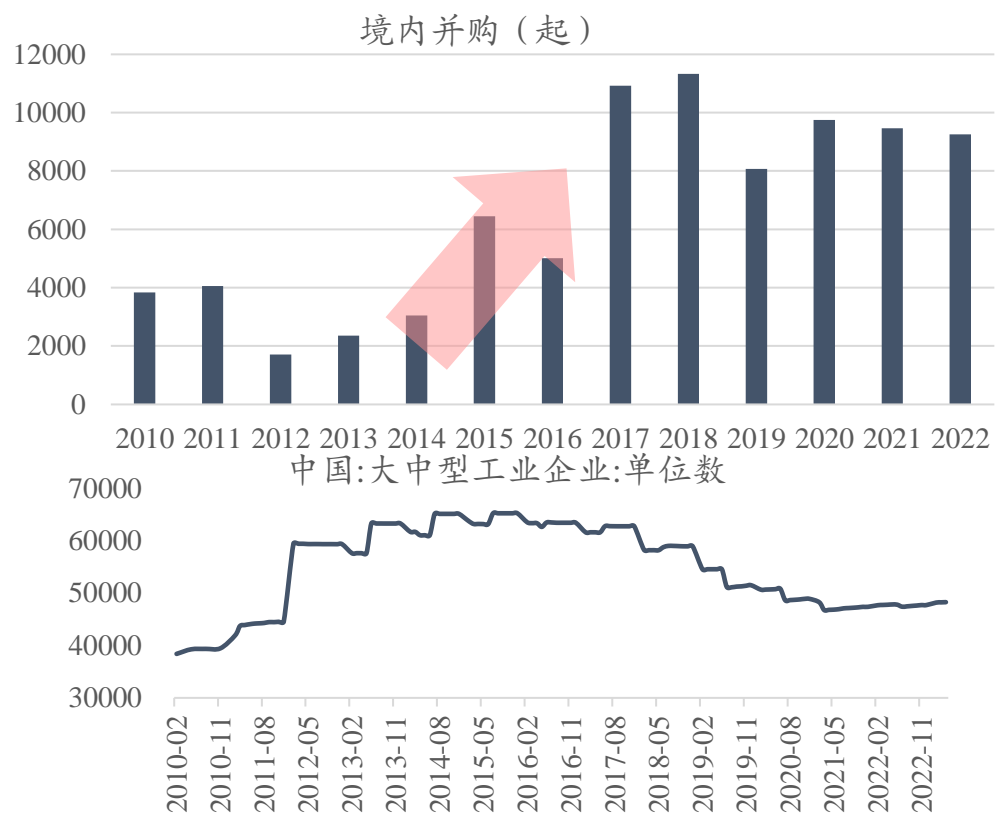
## ✓ 经济增速下台阶+经济结构转型，供给侧结构性改革下多产业实现供给端竞争格局优化

- 2015年11月，党中央提出实施供给侧结构性改革，明确去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大重点任务，通过大力推动“破、立、降”，使供需结构失衡得到矫正
- 2016-2018年，我国处于经济结构转型阶段，宏观经济增速下行、波动减弱，利率中枢下移
- 供给侧改革+经济增速放缓+消费升级等多方因素，多行业出现供给侧出清、集中度提升

图：2016-2018年宏观经济增速下台阶，利率中枢下行



图：2016-2018年行业整合加速

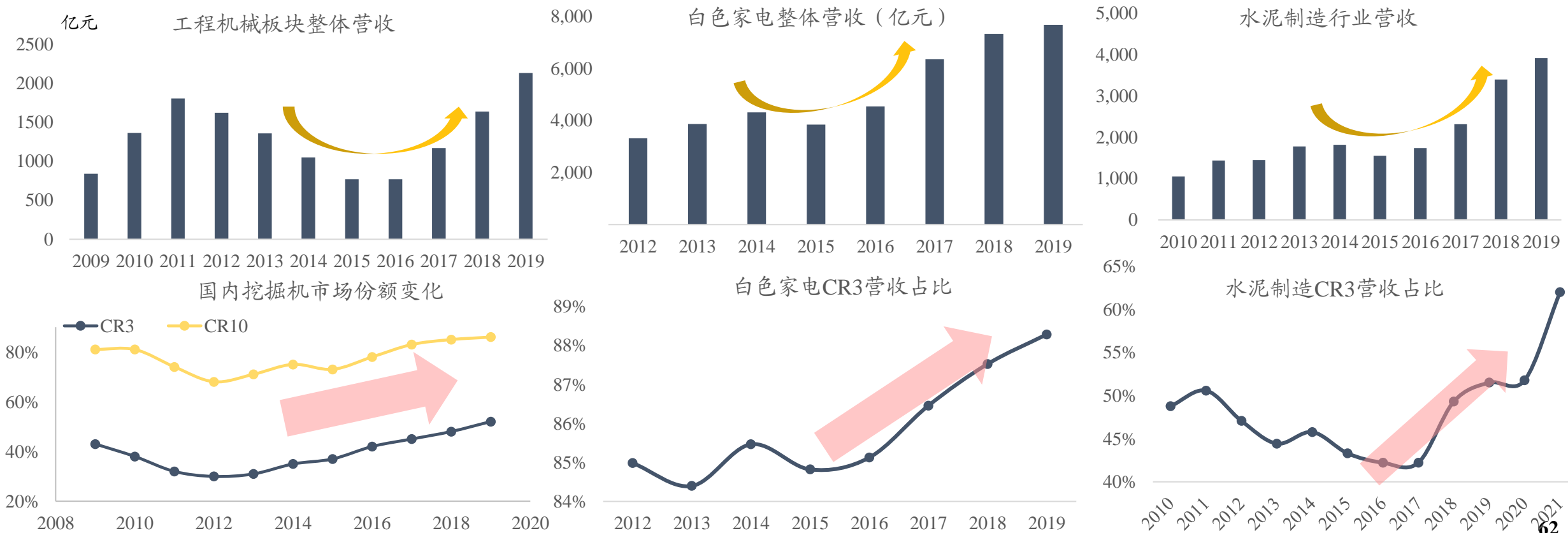


# 龙头集中度进一步提升：我国2016-2018年行业供给侧出清，龙头公司受益

## ✓ 2016-2018年部分制造业规模增长叠加集中度提升，龙头创收能力不断强化

- 2012-2015年，我国宏观经济增速持续下行、部分制造业营收规模不断缩减
- 2016年实施供给侧结构性改革，一方面部分制造业行业规模回升，另一方面行业供给侧结构得到改善、龙头市占率不断提升，规模经济带来的龙头利润增厚使得行业马太效应逐步强化，竞争格局趋于集中（典型如工程机械、白色家电、水泥等建材板块等）

图：2015-2018年，部分制造业营收增长的同时行业集中度提升

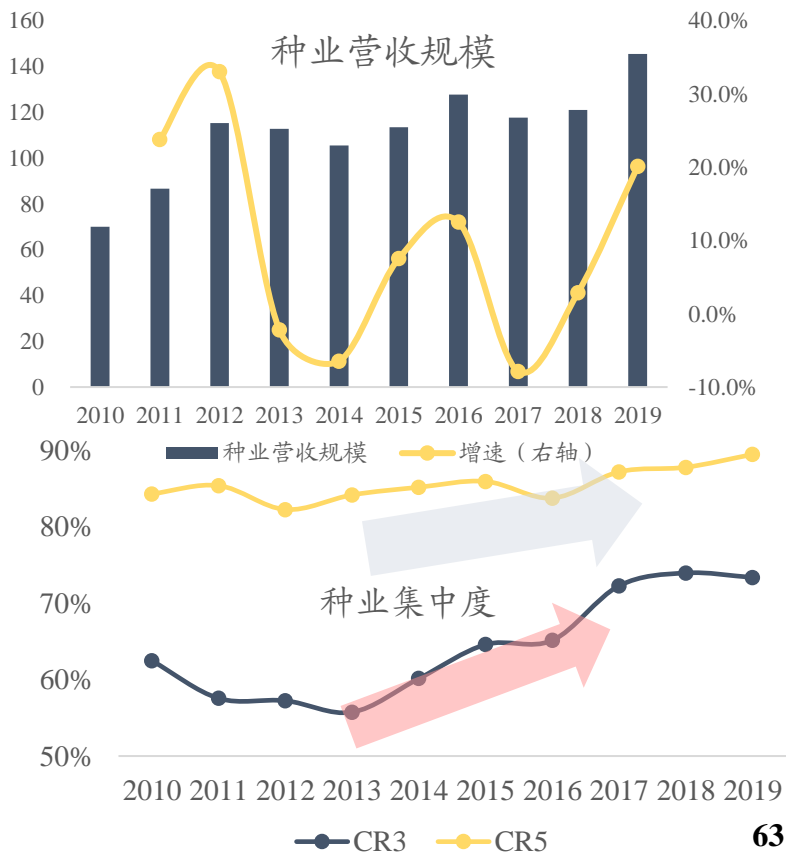
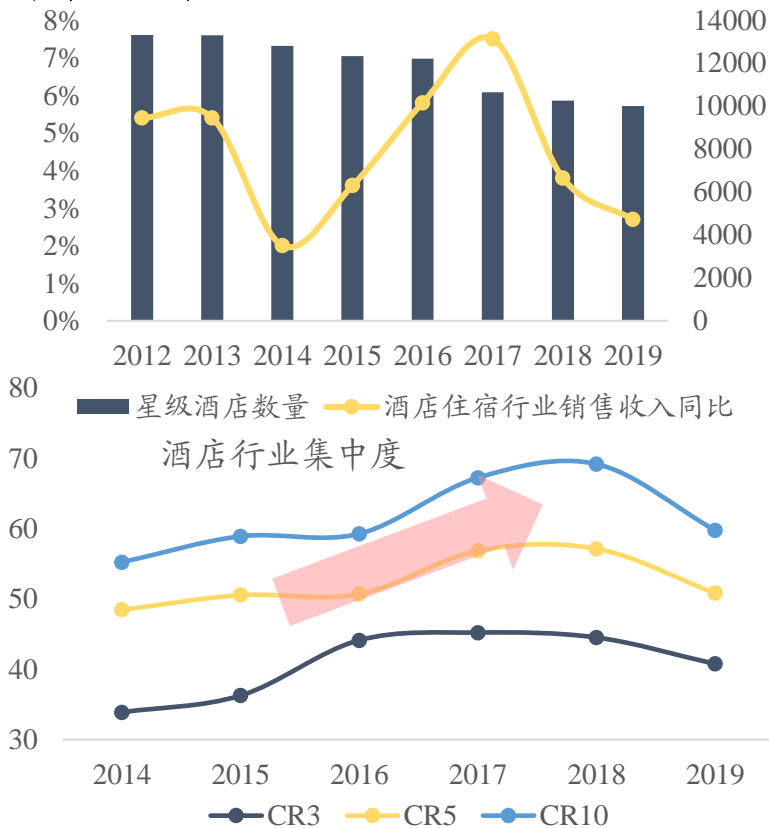
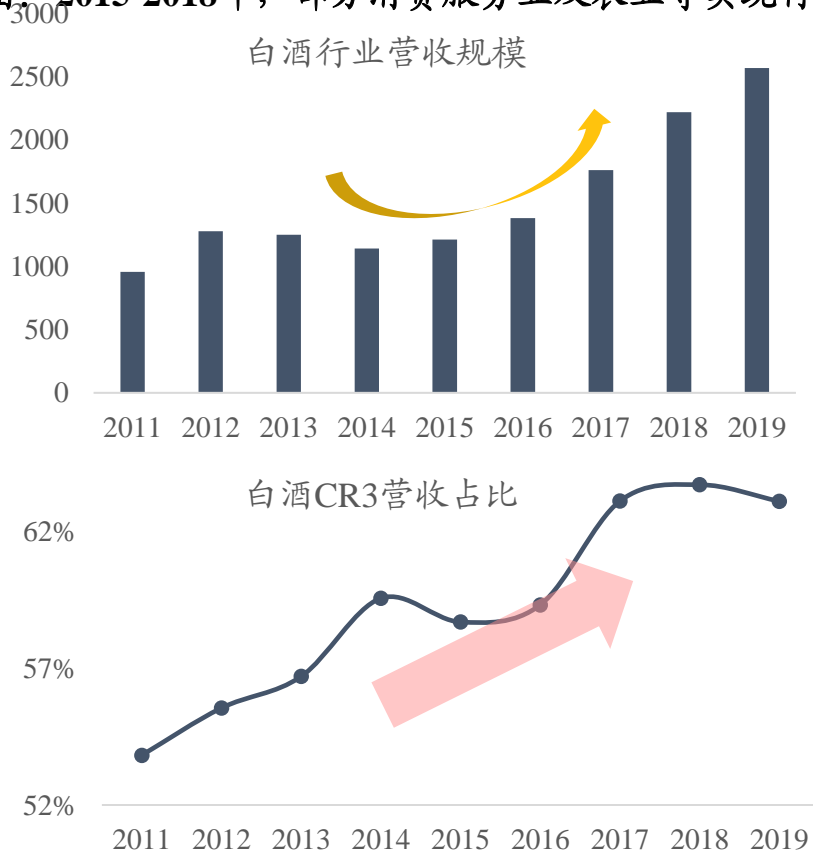


# 龙头集中度进一步提升：我国2016-2018年行业供给侧出清，龙头企业受益

## ✓ 2016-2018年部分消费、服务及农业等细分领域亦实现行业格局集中化

- 受益于我国经济结构转型及城镇居民人均可支配收入持续提升带来的消费升级，中国白酒进入存量时代，高端化助推头部白酒企业集中度不断提升
- 2013-2016年，受三公消费限制和宏观经济放缓影响，我国酒店市场不景气，星级酒店数量持续下滑，期间龙头市占率上行
- 种业在2017、2018年营收规模收缩/增速温和的背景下，龙头营收韧性凸显，市占率明显提升

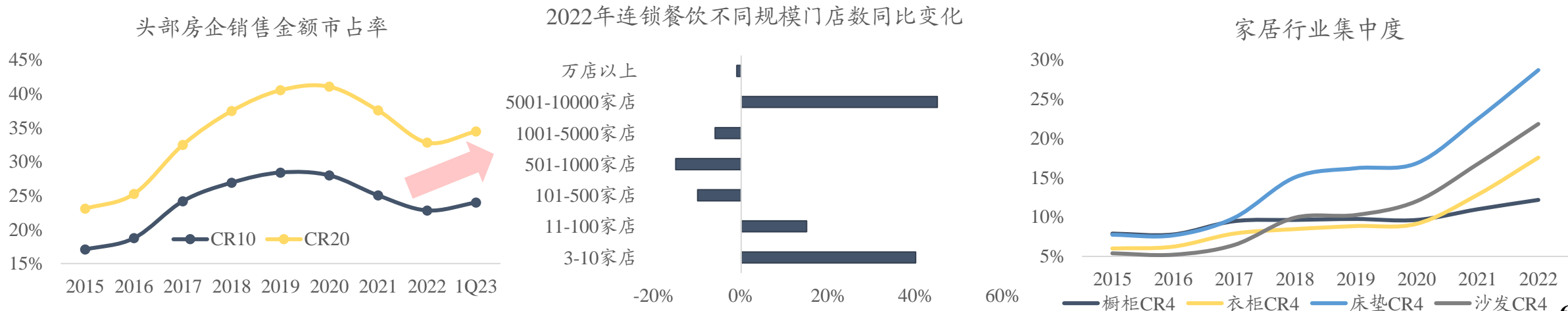
图：2015-2018年，部分消费服务业及农业等实现行业集中度提升



# 当下：经济下台阶+高质量发展，细分行业竞争格局优化或再度上演

- ✓ 本轮经济中枢下行叠加经济由“量”驱到“质”变的转型，部分领域行业集中度提升或再度重演
  - 当下我国经济正经历由总量增速驱动向高质量发展驱动的转型时期，参考美、日等国家历史发展，部分行业供给侧出清有望继续发生，具体分为以下几个类型
    - 1) 疫情期间受需求收缩和供给冲击影响的如房地产、家居、餐饮等行业，龙头在疫情期间逆势扩张加速中小企业出清，本轮温和复苏头部企业市场份额或持续提高，行业格局进一步集中；
    - 2) 行业自身发展进入升级阶段，技术迭代使得具背景下营收能力强的有持续高力度研发投入的龙头公司行业地位不断得到巩固，如光伏电池片等环节；
    - 3) 产业自身增速下行、需求疲软导致价格竞争现象出现，控费能力强、现金流坚韧的头部企业有望扩大市占率（如锂电等）
    - 4) 政策引导行业高质量发展、推动产业结构优化或者财政补贴退出加速供给端出清（如养殖业、钢铁、光伏辅材、医药中的部分环节）
  - 部分行业集中度的提升趋势并非来自单一因素，可能是多种因素推动。

图：本轮经济增速中枢下行，部分行业竞争格局有望持续集中化





## 当下：经济下台阶+高质量发展，细分行业竞争格局优化或再度上演

✓ 本轮经济中枢下行叠加经济由“量”驱到“质”变的转型，部分领域行业集中度提升或再度重演

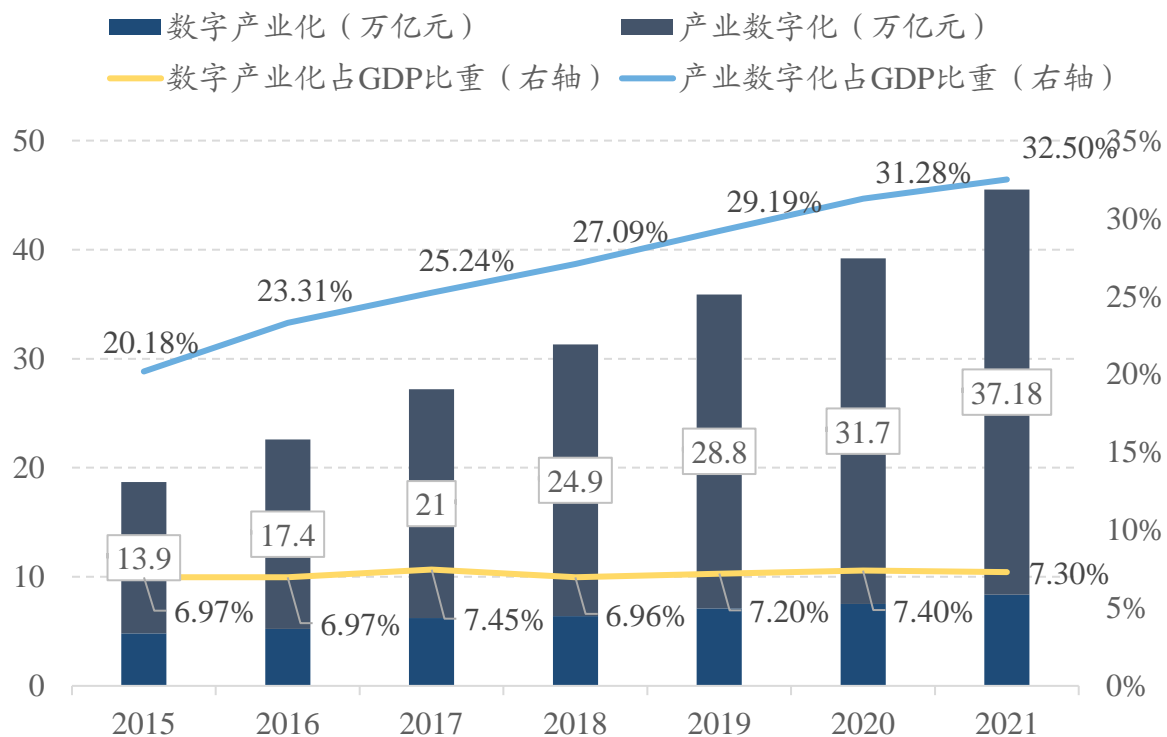
➢ 我们认为下述方向可能加速出清或行业集中度持续提升，建议关注行业龙头投资机会：

行业	可能进一步实现集中度提升的逻辑	行业	可能进一步实现集中度提升的逻辑
养殖业	养殖业发展应主动顺应集中度提升与“工业化养殖”的重大转变，同时政策有意增强养殖业供求对接的计划性与管理性	钢铁	政策有意引导行业高质量发展：产业结构不断优化。产业集聚化发展水平明显提升，钢铁产业集中度大幅提高
消费电子	手机等移动终端产品增速放缓加速盈利能力弱的企业出清+行业内各环节分工逐渐细化，强化细分赛道龙头地位	汽车零部件	下游整车增速放缓，行业ROE显著下滑，将加速中小企业出清
乳制品	常温奶等成熟赛道已逐步由量驱动转为产品升级带来的单价驱动，加剧马太效应；而在高增速的奶酪、低温奶等赛道，乳业龙头的倾向于通过收购/兼并对薄弱业务的内生增长形成有力补充，进攻性强	珠宝	疫情期间头部品牌逆势扩张门店，同时参照美、日、中国香港等成熟市场，我国珠宝龙头市占率还有较大成长空间
房地产、建材及家居等	一方面是经济结构转型，政策端对于房地产更多强调“保交付”而非“促开发”，行业β已发生根本性改变；另一方面疫情期间部分中小企业退出市场使得行业供给格局有所优化，后续头部企业集中度有望持续提升	化药、中药	医药卫生体制改革深入、集采常态化加速小规模、控费能力差、品质弱的中小企业退出；药品审批加速及鼓励创新政策等利好研发实力强的头部药企；疫情期间线上购药降减少了线下药店的产品拦截现象，巩固了头部公司品牌壁垒；严苛环保标准加速小规模原料药出清
光伏辅材、光伏加工设备	组件等环节补贴退坡和技术迭代使得头部企业展现出坚韧的竞争力；逆变器等环节的出海扩张促使品牌力强和渠道壁垒高的龙头展现出强者恒强的优势	锂电池、锂电设备	行业增速下台阶，由成长赛道逐渐转型为周期行业，价格竞争阶段头部企业行业地位凸显
旅游景区、餐饮、影视	疫情冲击加速行业中小企业出清，行业寒冬过后，头部企业价值凸显	工控设备	参照海外巨头，一体化布局为产业发展趋势，龙头加速外延并购、逐步完善业务布局，市占率有望不断提升

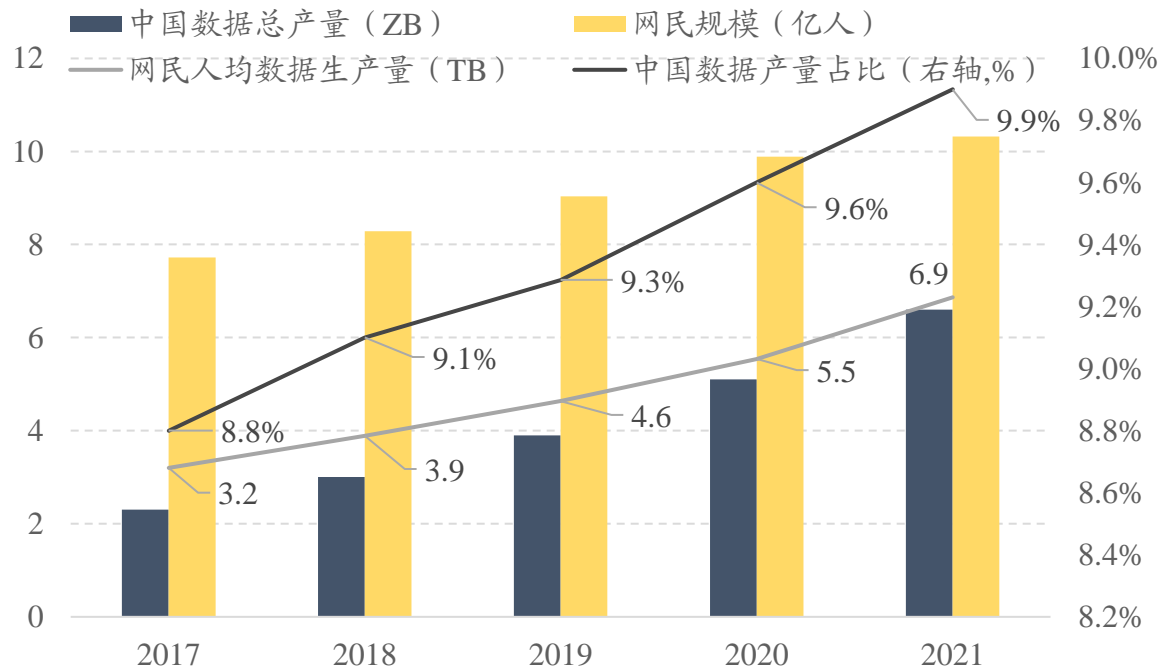
# 从新供给侧的角度：AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇

- ✓ 目前来看，外有外需疲弱，内有人口年龄结构、财政收入模式、技术进步周期等短时间内难以克服的结构性问题，预计未来较长时间之内，中国再很难回到从需求端单一驱动的高增长时代。
- ✓ 从新供给侧的角度分析，AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇。一方面，数字产业化、产业数字化有望挖掘潜能，打造为两大GDP驱动引擎；
- ✓ 另一方面，我国人口红利是建设数字化中国的宝贵财富，数据要素和设施投入打造“数据红利”：据国际数据公司测算，预计到2025年，中国产生的数据总量将达48.6ZB，对国内生产总值增长的贡献率将达年均1.5至1.8个百分点。

数字经济有望成为经济增长新引擎（单位：万亿元；%）



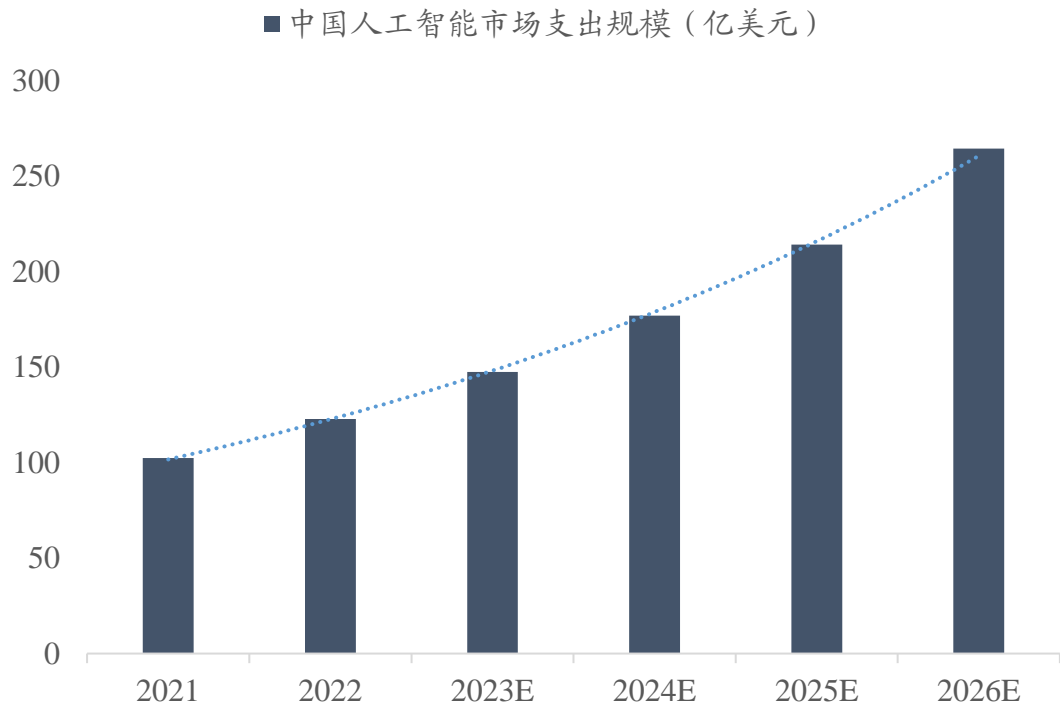
中国数据产量及网民规模打造数据生产要素（单位：ZB；TB；亿人；%）



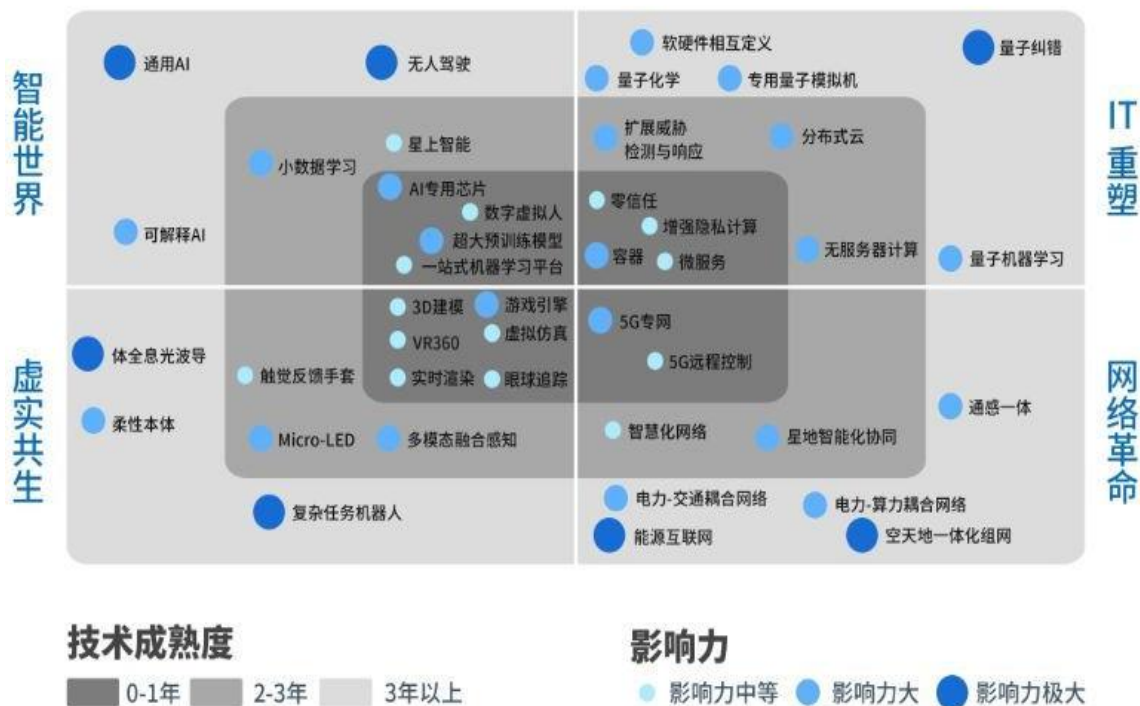
# 从新供给侧的角度：政策驱动下，AI加速赋能行业创业升级

- 3月7日，国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案中，着重强调数字资源、数字经济对经济社会发展的基础性作用，加强对数据的管理开发利用，**确认组建国家数据局**，负责协调推进数据基础制度建设，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设。**4月28日中共中央政治局会议强调要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。**
- **AI下游应用前景广阔，加速赋能行业创新升级。**从新供给的角度，下游应用范围越广，技术周期越长；从AI+应用角度来看，医药、教育、语音转写等应用百花齐放，有望延续本轮技术周期，从应用挖掘的角度引发新一轮技术浪潮。

中国人工智能市场支出规模逐年攀升（单位：亿美元）



腾讯研究院：2020年十大数字科技应用趋势



# AI产业图谱



# 算法：ChatGPT领头，海内外大模型腾飞

## ✓ ChatGPT一石激起千层浪，海内外大模型相继亮相、迭代

- 2022年11月，OpenAI推出ChatGPT，成为历史上用户增长最快的现象级消费者应用
- 海外大模型迅速迭代，而国内互联网巨头与多家科技公司纷纷布局并推出本土大模型

表：海外大模型进展

时间	事件
1月13日	微软宣布对ChatGPT开发商OpenAI进行一项为期多年、数十亿美元的投资以加速其在AI领域的技术突破
2月2日	OpenAI公示将推出付费订阅版本ChatGPT Plus，每月收费20美元
3月14日	OpenAI发布新一代大模型GPT-4，较ChatGPT实现性能大幅度提高
3月16日	微软推出Microsoft 365 Copilot，将大语言模型与Microsoft Graph中的数据及Microsoft 365中的应用相结合，使用者从繁琐的工作中解放
3月28日	微软宣布推出网络安全产品——Microsoft Security Copilot
3月30日	彭博社发布了专为金融领域打造的大语言模型 BloombergGPT
5月5日	微软向所有用户开放Bing聊天机器人，使用微软账户登录必应搜索引擎或Edge浏览器即可访问公开预览版的Bing聊天机器人
4月6日	Meta发布AI模型SAM，可应用于各种领域，用于查找和分割图像中的任何对象。开发者可以在该模型的技术上，开发出功能更强大、影响范围更广的人工智能
5月10日	谷歌推出了新一代的大语言模型PaLM 2，宣布已有超25个AI产品和功能全线接入PaLM 2
5月18日	OpenAI推出了聊天机器人ChatGPT的iPhone应用，承诺未来将为安卓手机提供相同的服务
5月25日	Meta AI在其官网公开发布了LLaMA (Large Language Model Meta AI) 大型语言模型，旨在推动LLM领域的小型化、平民化研究

表：国产大模型进展

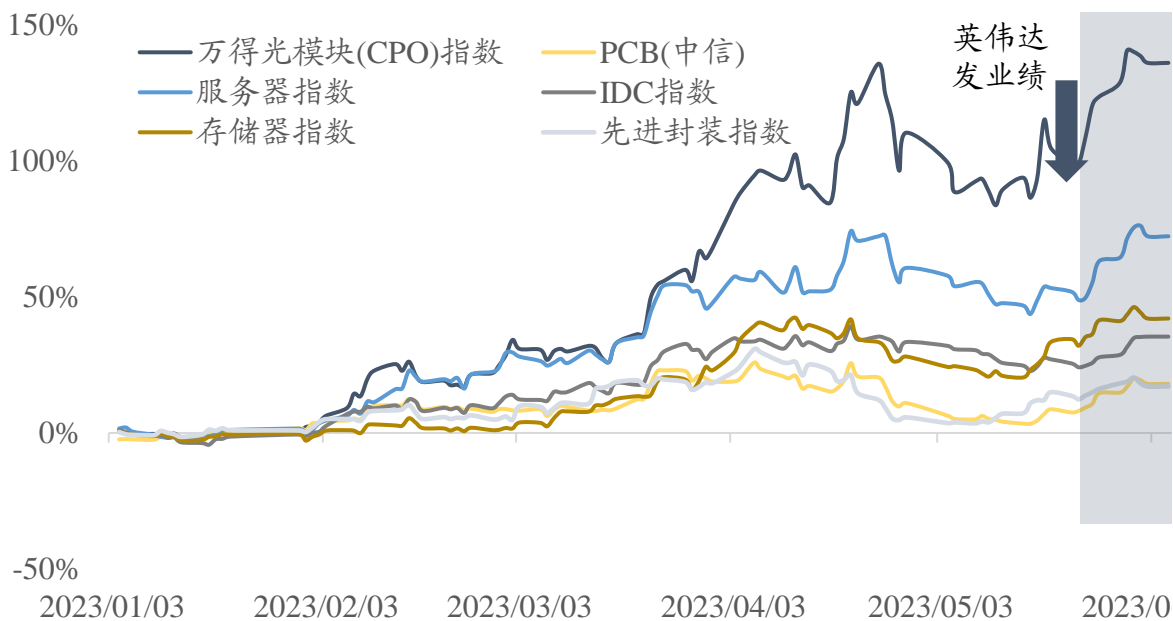
时间	事件
3月14日	商汤科技发布多模态多任务通用大模型“书生 (INTERN) 2.5”
3月16日	百度正式发布新一代大语言模型文心一言
3月29日	360集团发布了关于大语言模型的中国版ChatGPT产品
4月10日	商汤科技发布“日日新”大模型体系，含自然语言生成、照片生成服务、感知模型预标注、模型研发
4月11日	毫末智行发布全球首个自动驾驶大模型DriveGPT 雪湖·海若
4月13日	知乎宣布与面壁智能合作，正式发布“知海图AI”中文大模型。
4月17日	昆仑万维正式发布千亿级大语言模型“天工”，并启动邀请测试
5月6日	科大讯飞发布星火认知大模型，提出481项通用认知大模型评测指标
5月16日	360与智谱AI宣布战略合作 共同研发千亿级大语言模型“360GLM”

# 算力：AI赋能算力基石，海外巨头业绩超预期折射板块高景气已至

## ✓ 英伟达1QFY24业绩大超预期，AI算力基石高景气确定性强

- 英伟达1QFY24业绩超彭博一致预期10%，2QFY24收入一致预期上调47%，其中数据中心业务营收预期69.6亿美元，和业绩会前比上调66%，上述超预期业绩印证了AI算力板块高景气，算力板块各细分赛道（光模块、PCB、服务器、先进封装、IDC等板块）股价增长速度提高
- 5月28日，英伟达宣布生成式AI引擎NVIDIA DGX GH200现已投入量产NVIDIA DGX GH200是将256个NVIDIA Grace Hopper超级芯片完全连接到单个GPU中的新型AI超级计算机，支持万亿参数AI大模型训练。能够处理大规模推荐系统、生成式人工智能和图形分析，并为巨型人工智能模型提供线性可扩展性

图：算力板块超额收益（相对万得全A）



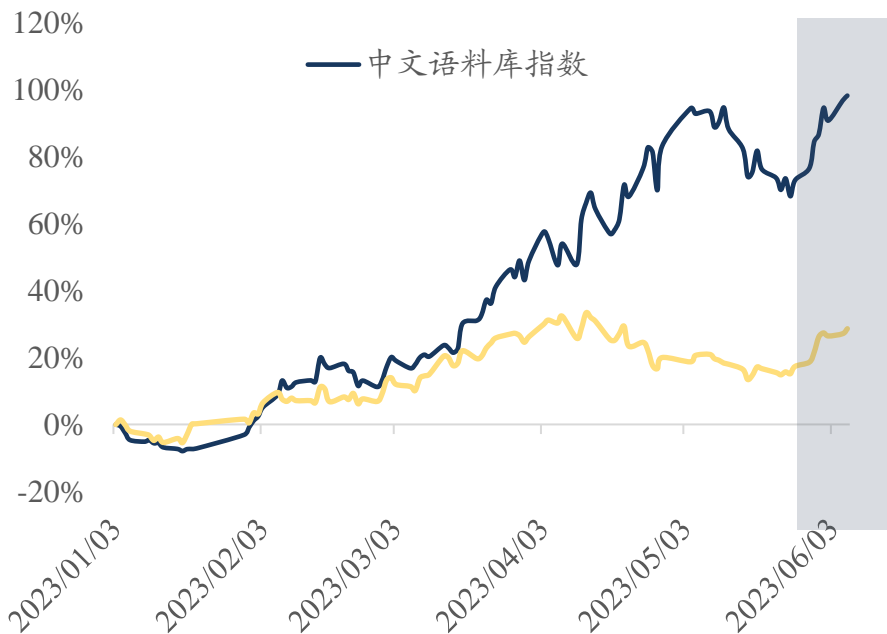
算力板块	相关逻辑
服务器	AI服务器为算力载体，AI迅速发展拉动AI服务器实现量价齐升
光模块	服务器零部件，主要用于信号光电转换，AI对光模块的信号传输效率和功耗提出新要求。据测算，英伟达超级芯片DGX GH200对800G光模块需求数量的比1:18，对400G需求为1:36；半光方案超级片:800G光模块数量比1:9
PCB	PCB为电子元器件支撑体，AI服务器在以上硬件上有不同程度的增加或升级，同时AI服务器一般增配4至8颗GPU形成GPU模组，带来PCB板单机价值量提升
存储器	AI服务器拉动DRAM和NAND需求分别是普通服务器的8倍和3倍；此外AI拉动HBM需求高增，HBM可以在很小的物理空间内实现高容量和高带宽的内存、更低的功耗，成为高端GPU标配
先进封装	在高性能计算等尖端应用中，对芯片的尺寸、性能及系统集成度等提出了更高要求，需要使用先进封装技术；台积电基于3D Fabric先进封装平台，提供HPC/AI芯片高密度互联封装选项，而国内长电科技、通富微电等公司已在量产2.5/3D封装领域实现初步突破，此外相关设备公司也有望受益
液冷	AI大模型的训练和应用将对算力设备提出更高要求，算力设备热密度的不断提高，液冷渗透有望加速

# 数据：AI模型关键竞争要素，模型迭代、内容创作的源头活水

## ✓ AI数据生产和数据服务迎来良机

- **数据资源生产**：我国数据资源丰富，因数据挖掘和治理不足、相关公司开源意识匮乏导致数据流通不畅、国产数据集市场化程度低等原因导致优质数据集稀缺，国内大模型训练往往使用多个海外开源数据库，拥有优质中文语料资源的公司有望受益
- **基础数据服务**：包括数据标注、数据治理等数据处理环节将受益于部分模型训练厂商的数据服务外包需求
- **AI数据安全**：2023年3月和5月初，由于代码泄露等问题，三星两次发布了 ChatGPT 使用禁令；随人工智能赋能行业应用的场景逐步落地，AI安全战略地位持续提升，相应数据脱敏、数据隐私保护等环节的需求有望持续提升

图：数据板块超额收益（相对万得全A）



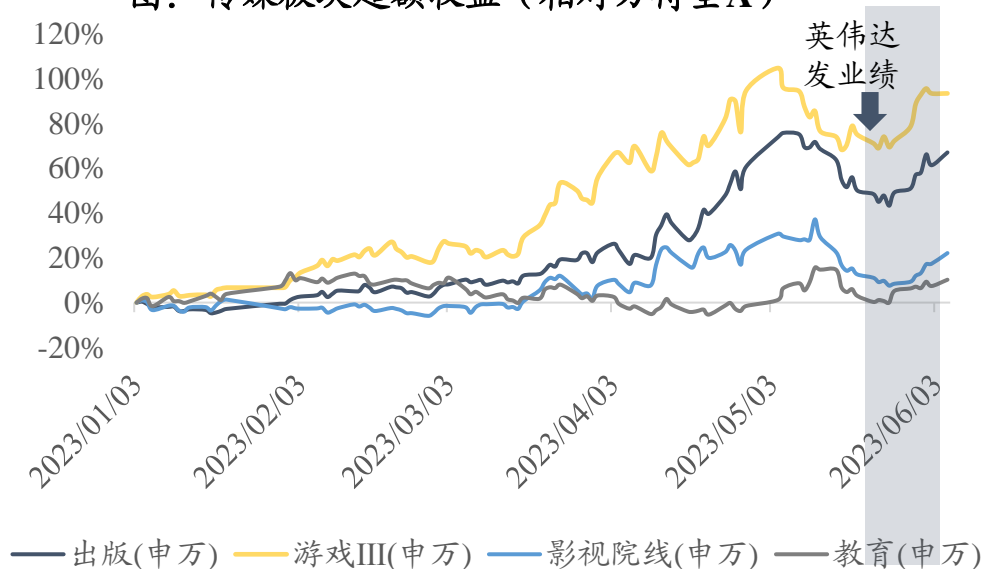
数据产业链	相关环节
中文语料库	分为通用数据和行业数据，受益的文本企业包括： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 出版公司：拥有丰富的如期刊、书籍等优质语料</li> <li>• 问答/公众平台：例如知乎、微信公众号等</li> <li>• 专业/学术领域数据库：如彭博社、中国知网等</li> </ul>
数据处理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 数据治理：通过不同的策略和标准提高组织数据的可用性、质量和安全性。这些流程确定数据所有者、数据安全措施和数据的预期用途</li> <li>• 数据标注：对未经处理过的语音、图片、文本、视频等数据进行加工处理，从而转变成机器可识别信息</li> </ul>
AI数据安全	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 数据脱敏：对敏感数据进行变形处理，保护隐私数据等信息的安全</li> <li>• 商用密码：主动性的数据安全防护技术，对输入模型的数据本身进行加密脱敏；针对模型输出的生成式文字、图片、视频，密码技术有望实现内容的唯一性、完整性和不可抵赖性的认证</li> </ul>

# 应用层：“AI+”应用火热布局，下游软件、硬件比翼齐飞

## ✓ AI软件应用率先落地，AIGC助力内容创作，传媒细分赛道打开降本空间

- **AI+游戏**：成本端，AI作为生产工具可以通过辅助游戏资源生成和简化运营工作流程，帮助厂商降低游戏开发成本和运营成本、提高生产效率；收入端，AI可以通过智能NPC和智能人机等提升游戏的交互性、个性化体验，提高用户粘性
- **AI+影视**：一方面，AI自动生成剧本、自动剪辑等功能可以提高影视制作过程的效；另一方面，AI可以进行用户广告精准投放为，此外，AI有望为创作者带来更多的创意灵感和视觉效果，形成全新的影视创作方式
- **AI+教育**：智能口语老师、智能作业批改、学习计划生成和多样性课程交互等应用，有望充分助力实现“教育定制化、个性化”
- **AI+出版**：AI与出版为相互赋能关系，AI在内容创作、编辑、审核、摘要、翻译、本地化调整等方面大幅降低人力成本和时间成本，而出版行业大量优质文本、音频和视频数据可作为大模型训练语料基础，出版行业有望赋能大模型的Unsupervised Learning过程，增加行业附加值

图：传媒板块超额收益（相对万得全A）



表：AI为传媒行业带来新的产业趋势

传媒板块	相关事件
广告	3月30日消息，微软探索在New Bing中加入广告，即出售嵌入在聊天回复中的广告内容，类似于以前出现在搜索引擎上的搜索结果广告位。Techcrunch预计在AI聊天里加广告，可以带来额外20亿美元的搜索广告收入
游戏	英伟达5月29日宣布推出适用于游戏的AI模型产品，可根据玩家的语音输入实时生成相应的回答。英伟达推出的标准化AI+NPC产品有望在技术推动下实现大面积快速落地，其交互属性进一步增进游戏可玩性，提升玩家氪金空间
IP	6月1日消息，小冰公司首批网红明星克隆人目前已上线，其容貌和声音都与真人很接近，可秒回信息、视频电话聊天，也可提供“情感模式”与“超级模式”（办公助手），用户长期使用需按月收费；AI赋能虚拟人深度情感交互和24小时在线的超强陪伴效果，有望为传统粉丝经济框架带来变革

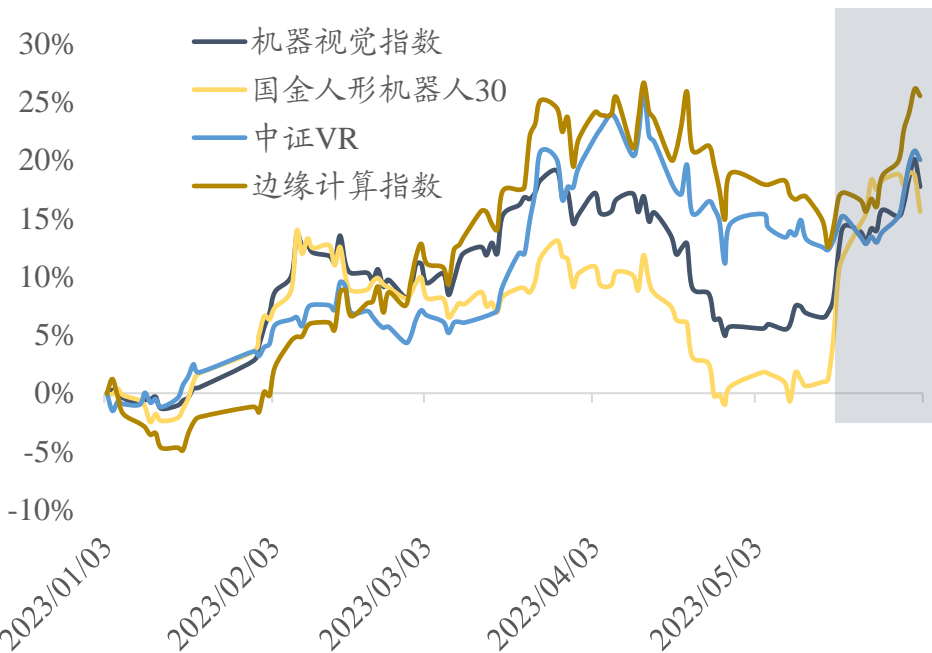


# 应用层：“AI+”应用火热布局，下游软件、硬件比翼齐飞

## ✓ AI+智能硬件

- 智能穿戴与移动智能终端方面，AI的引入极大提升了人机交互体验，并成为AI内容生态端的优质载体，AI智能助手、智能学习机等终端硬件有望随AI软件内容升级和AI与各行业结合逐步深入、应用场景不断成熟而实现放量
- AI+机器人在人口老龄化、劳动力市场逐步紧俏大趋势下有望在智能制造、人机协作、智慧服务等方面发挥巨大价值
- 机器视觉方面，SAM大模型的推出表明机器视觉底层技术实现突破，相应智慧安防、智能驾驶、工业质检等领域机器是觉搭载的硬件有望受益
- 除上述终端硬件设备类，智能模组/边缘计算/AIoT芯片等有望随终端硬件的放量而实现增长

图：AI+智能硬件超额收益（相对万得全A）



表：AI带来智能终端硬件产业升级

AI+硬件	相关事件/逻辑
智能穿戴	<ul style="list-style-type: none"> <li>3月22日，苹果推出Apple Watch的ChatGPT应用程序 watchGPT</li> <li>4月11日，Innovative Eyewear 官宣推出了一款名为“LucyD”的手机应用，该应用可以为智能眼镜用户提供 ChatGPT 的语音服务</li> <li>5月23日，苹果在官网公布了2023年WWDC的日程安排，多方爆料认为MR将会亮相</li> </ul>
移动智能终端 智能语音助手	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月11日，阿里的智能语音助手天猫精灵接入通义千问大模型</li> <li>5月18日，世界智能大会上，科大讯飞展示了星火认知大模型的核心能力及科大讯飞AI学习机等产品应用落地情况</li> <li>5月19日，OpenAI 正式发布了 iOS 客户端</li> </ul>
机器人 (人形机器人/ 工业机器人)	<ul style="list-style-type: none"> <li>3月23日，OpenAI投资挪威人形机器人公司 1X Technologies 2350万美元</li> <li>5月17日，ITF World 2023半导体峰会上，英伟达黄仁勋称AI下一个浪潮将是具身智能</li> <li>5月18日，特斯拉股东日，人形机器人Optimus展现“集体出街”视频，其运动控制能力持续提升，马斯克预计人形机器人的需求未来将达到 100 亿个，远超对汽车的需求</li> </ul>
机器视觉	<ul style="list-style-type: none"> <li>Meta推出SAM大模型，能够对任何图像或视频中的任何物体进行识别、图像分割和一键抠图，有望替代深度神经网络架构，意味着机器视觉领域迎来底层技术突破，CV领域应用产业大趋势将至，相应智能驾驶、智慧安防、家用摄像头、工业智检、地理信息化领域、3D建模领域等也有望受益</li> </ul>

## 应用层：“AI+”落地各行各业

### ✓ AI持续赋能各行业应用，AI产业化趋势提速

- AI+医疗：生成式AI为影像、问诊、制药等场景注入新活力，提高读片、问诊记录、发现药物的效率
- AI+金融：在客户画像分层、产品组合定制等方面实现降本增效
- AI+办公：AIGC技术开启促进办公产品从效率工具向生成工具转变；AI提升办公软件非结构化数据处理能力，帮助企业更加高效地挖掘数据资源价值

- **GPT-4已实现医疗领域商用合作**：3月20日，微软旗下语音识别子公司Nuance Communications发布一款AI临床笔记软件，能够根据语音生成病例
- 与微软合作，在其EHR系统中集成AIGC4月，全球医疗信息化巨头EPIC宣布将
- 5月25日，医联正式发布了自主研发的基于Transformer架构的医疗大语言模型——MedGPT
- 3月15日，摩根士丹利成为首家正式接入GPT-4的金融机构，将运用AI技术优化财富管理咨询流程
- 3月16日，Microsoft 365 Copilot由GPT4驱动，开启办公智能化新纪元，大型语言模型(LLM)的功能与Microsoft Graph和Microsoft 365应用中的数据相结合，帮助用户提高工具生产力
- 5月10日，谷歌I/O大会上，谷歌表示其协作与生产力工具Workspace将很快能让用户借助AI生成完整的文档，并填写电子表格。这种AI服务名为Duet AI，将在今年晚些时候面向订阅者推出

AI赋能行业	应用场景
AI+医疗/医药	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>AI+医疗影像</b>：AI医疗影像企业通过国内外企业厂商产生的医疗影像数据，为医生提供读片等诊疗辅助工作，为行业带来缩短数据标注和分析时间，使影像更加精细化</li> <li>• <b>AI+问诊</b>：医生问诊后，基于大模型自动生成实时问诊记录</li> <li>• <b>AI+新药开发</b>：提高药物发现效率：利用自动根据功能需求设计/优化蛋白质、给定抗原等目标蛋白生成抗体等蛋白、给定靶点一键生成Binder蛋白等</li> </ul>
AI+金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>客户画像分层</b>：有效提高对客户的认知效率，实现对客户的更有效分层和精准营销</li> <li>• <b>智能财富管理</b>：能够为客户提供较低成本、定制化产品组合建议，满足客户对投资的多维度需求，一方面降低买方投顾的工作量，另一方面定制化服务的可获得性扩大</li> </ul>
AI+办公	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>文字/代码/视频/音频生成</b>：数字内容孪生、编辑、创作三大核心能力，应用如纪要生成、邮件起草，助力办公产品从效率工具向生成工具转变</li> <li>• <b>促进人机交互</b>：ChatGPT改传统单向交流为会话式双向交流，办公产品中原本复杂的功能，用户可以通过与智能助手的对话实现而无需理解原理和步骤</li> <li>• <b>高效数据处理</b>：辅助企业更加高效地处理非结构化数据，助力企业挖掘数据资源利用价值</li> </ul>

## ✓ 下半年行业和产业趋势配置的三个视角：

### ➤ 企业盈利视角：

- 机械设备和医药生物的一致预测净利润增速向好，得益于产业已经出现边际改善。TMT相关领域边际改善的空间较大，尽管一致预测净利润当前并不亮眼。消费预期差较大。当前经济堵塞点在需求侧，中央政府可能通过发放消费券或者现金补贴的形式来刺激消费，从而拉动投资与就业。

### ➤ 集中度提升视角：

- 本轮经济中枢下行叠加经济由“量”驱到“质”变的转型，下半年开始，部分领域行业集中度提升或再度重演。
  - 1) 过去几年受需求收缩和供给冲击影响的如房地产、家居、餐饮等行业，龙头在疫情期间逆势扩张加速中小企业出清，本轮温和复苏头部企业市场份额或持续提高，行业格局进一步集中；
  - 2) 行业自身发展进入升级阶段，技术迭代使得具背景下营收能力强的有持续高力度研发投入的龙头公司行业地位不断得到巩固，如光伏电池片等环节；
  - 3) 产业自身增速下行、需求疲软导致价格竞争现象出现，控费能力强、现金流坚韧的头部企业有望扩大市占率（如锂电等）
  - 4) 政策引导行业高质量发展、推动产业结构优化或者财政补贴退出加速供给端出清（如养殖业、钢铁、光伏辅材、医药中的部分环节）

### ➤ 新供给框架视角：

- AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇。下半年重点关注应用层的进展和投资机会，例如AI+游戏、影视、教育、出版、智能硬件等。



■ 上半年市场复盘

---

■ 预期走弱，2014可能重现

---

■ 低增长时代，该寻找怎样的投资范式

---

■ 下半年市场趋势、风格和行业配置研判

---

■ 风险提示

---

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

# 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>

# 东吴证券 财富家园