



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

相关研究

内外资从分歧走向一致

市场资金观察

投资要点:

- 2022年11月,北向资金单月大幅净流入约600亿,2023年1月前9个交易日北上资金累计净买入640亿,超过2022年全年累计净买入量的2/3。2022年11月以来(至2023年1月13日)配置盘仓位与交易盘仓位同步拉升,配置盘和交易盘的共识大于分歧,共识逐步收敛于大消费、大金融板块,而分歧收敛于周期和成长板块,近期,配置盘与交易盘的合力在同步中渐强。
- **外资短期流入速率可能放缓,长期仍然继续流入:**外资本轮的加仓幅度超出市场预期,尤其是在2023年以后外资净流入的量级和速率都快于过去6年以来的同期水平,但这个级别的净买入是基于2022年市场持续被低估和2022年由于政治风险处置的资金撤出导致的高强度回补,并且资金仍然集中于外资长期偏好的行业 and 个股,在外资偏好的板块达到短期估值修复的心理预期时,外资的流入速度会逐渐放缓。长期来看,外资持续加仓或继续撤出取决于驱动外资变化的根本因素是否发生变化,主要涉及到三个方面:1、中国经济复苏预期何时证伪;2、美元流动性改善预期何时见顶;3、类似俄乌冲突的黑天鹅事件是否会引发中美关系的变化。从时间节点来看,最早能判断以上三个方面变化的是春节后中国的经济数据的公布,第二个时间节点可能在今年下半年美元流动性压力重新增大的时期。因此,2023年上半年来看,除了黑天鹅事件未知的冲击时间,其他两个因素暂时都仍然有利于外资长线资金继续流入。在当前时点,流动性较强的外资在新兴市场的范围中做选择,港股和A股在2022年几乎全年的相对低配的高弹性空间以及后续对于中国较强的复苏预期是目前外资仍在继续净流入的重要原因。
- **外资引领风格,内资驱动资金进场:**从近期市场成交和风格来看,内资在拐点确认上相对外资更为谨慎,行情参与度较低。我们发现外资在市场上起到的作用和之前并无二致,即在内外宏观环境和资金联动加强以及海外流动性增强时期进入新兴市场起到风格引领作用。从本轮行情来看,外资依然可以引领风格变化,但始终不是驱动资金进场的根本因素,即便指数出现了小幅拉升,也需要内资资金在赚钱效应提升之后继续参与到市场交易中,全面提升交易额,才能迎来市场的全面修复。
- **内外资的行业分歧:**大部分上行的板块仍然需要内外合力推动,消费与地产是近期内外资形成共识和一致预期较高的行业,消费、金融相对更依赖外资推动,制造业相对更依赖内资推动。
- **内外资合力下未来的板块选择:**本轮上涨过程中内外资驱动的共同逻辑主要是中国经济复苏的预期,因此在板块表现上,我们发现上涨的板块主要集中于上证50和价值股中,指数和风格基本涵盖了内外资偏好的消费、金融和地产链,因此和外资变化的根本原因第一条相同的是,对于国内经济复苏数据的确认也是对今年板块选择的重要时间点之一。如果我们认为春节大概率会出现较为亮眼的消费数据、目前核心CPI略升指向的需求端政策成效逐渐显现,那么在海外流动性变化的窗口期内,未来一个季度,我们认为政策托底优势仍然存在,业绩处于真空期的最后阶段,对于政策效果明显有所指向导致盈利预期提升的消费和稳增长板块,从12月经济数据来看,消费和地产端的数据已经出现较为明显的回暖;估值因素来看,消费相对于其他内需板块的性价比略有下降,一季度可能是业绩兑现前交易其他内需行业相对较好的时机,可以继续关注稳增长环境下的地产链和大金融板块。
- **风险提示:**春节后消费复苏不及预期,地产修复不及预期,俄乌冲突激化,海外流动性收紧外资再次回撤

内容目录

1. 2022 年 11 月以来外资持续净流入.....	4
1.1. 外资走强背后反映的预期	4
1.2. 配置盘与交易盘分歧逐渐收敛	5
1.3. 外资加仓到何时?	8
2. 内资增量资金的变化.....	10
2.1. 内资进场的节奏	10
2.2. 近期市场风格走势再次由外资主导.....	11
2.3. 内外资合力下未来的板块选择	12
3. 风险提示	12

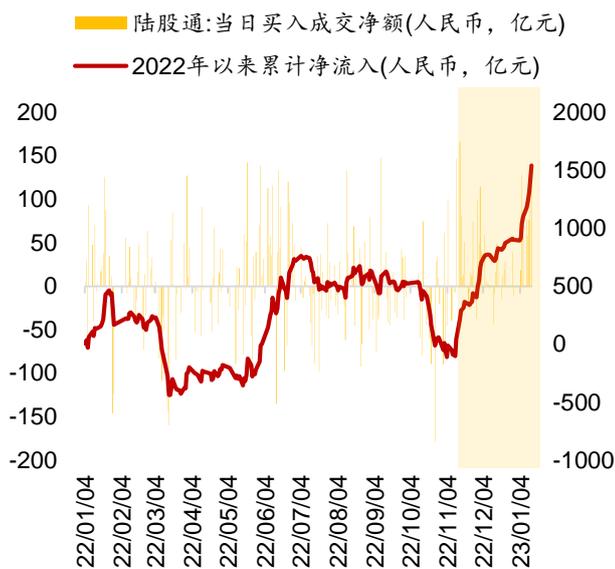
图表目录

图 1: 2022 年 11 月至 2023 年 1 月 13 日外资持续净流入	4
图 2: 2016-2023 年 (截至 1 月 13 日) 外资累计净流入	4
图 3: 2022 年 11 月以来新兴市场美元流动性压力明显缓解	5
图 4: 美元市场流动性变化也是驱动人民币汇率变化的因素之一	5
图 5: 美元市场流动性拐点指示本轮港股拐点	5
图 6: 北向资金拐点相对港股略有滞后	5
图 7: 配置盘仓位与交易盘仓位同步拉升	6
图 8: 配置盘和交易盘对陆股通贡献 (亿元)	6
图 9: 2022 年 11 月至 2023 年 1 月 13 日配置盘和交易盘持仓变化	6
图 10: 配置盘和交易盘的增减持共识与分歧	7
图 11: 配置盘资金变化 (亿元)	7
图 12: 交易盘资金变化 (亿元)	8
图 13: 2022 年末和 2023 年初新发基金数量均未呈现明显提升 (只, 股票型和混合型)	10
图 14: 两融余额未出现明显变化	10
图 15: 指数上行但成交额未出现明显放量	10
图 16: 近期行业成交与陆股通持仓相关度更高	11

1. 2022年11月以来外资持续净流入

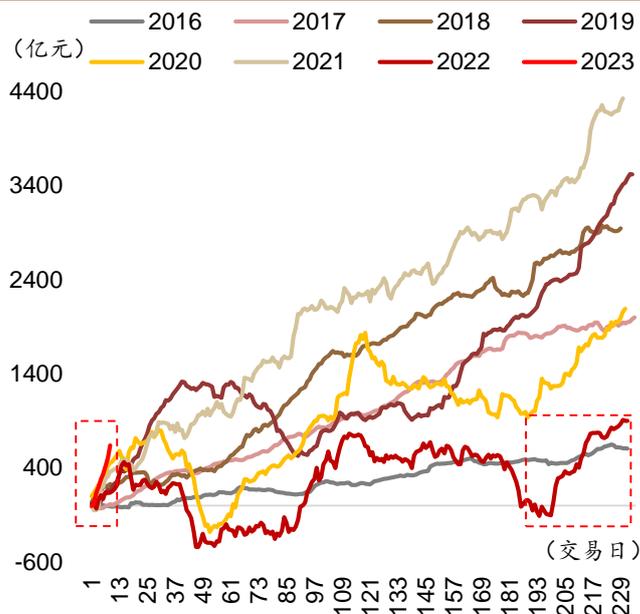
2022年11月，北向资金单月大幅净流入约600亿，随后在12月和2023年1月继续保持大幅净流入的态势，1月前9个交易日北上资金累计净买入640亿，超过2022年全年累计净买入量的2/3。即便是和2021年以前外资流入多的同期行情相比，近期外资净买入增长的斜率也远高于2016-2021年同期。

图 1：2022 年 11 月至 2023 年 1 月 13 日外资持续净流入



资料来源：wind，德邦研究所

图 2：2016-2023 年（截至 1 月 13 日）外资累计净流入

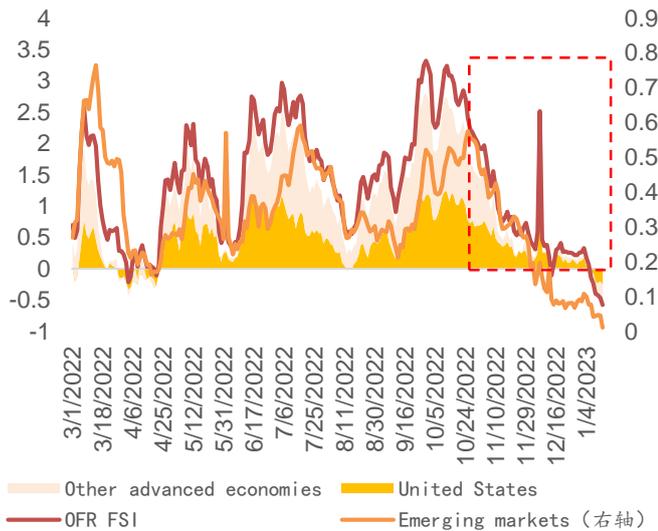


资料来源：wind，德邦研究所

1.1. 外资走强背后反映的预期

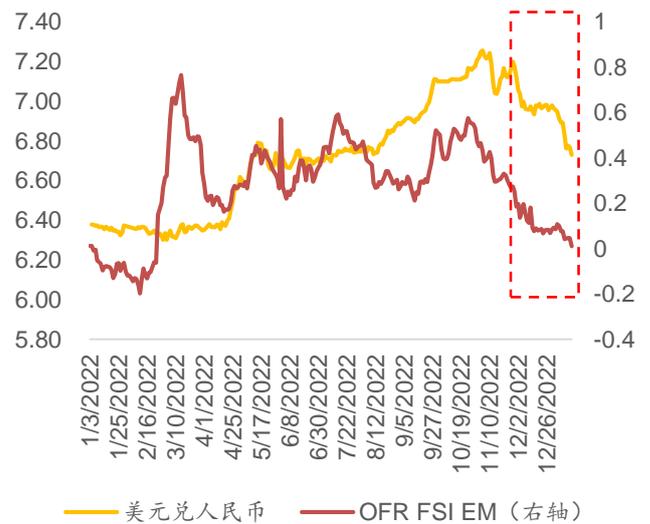
去年 11 月以来，在政策的不确定逐渐消除后，国内经济复苏的预期驱动 A 股和港股的分子端打开上行空间。无论是对于防疫政策的调整、对于地产政策的调整还是对平台经济监管的表态，海外投资者最担心的拖累中国经济的几个关键问题都在年末逐步得到缓解，同时，对于外资来说，随着美国加息边际趋缓的预期落地，美元市场的流动性压力明显有所缓解，中国和美国的宏观环境变化共同驱动人民币汇率升值，在此过程中，除了 A 股以外，港股市场受益于分子端国内经济复苏驱动和分母端美元流动性压力减弱带来的双重利好驱动，指数走势和成交上都走出了比 A 股市场更强的涨幅。从时间点来看，本轮港股的启动要略早于 A 股市场，在美元流动性压力明显下降的拐点，港股已经几乎同时有所反应，恒生指数开始拉升，而北向资金进场的时间则存在一定的时滞，可能跟资金的灵活程度、港股/A 股相对性价比均存在一定的关系。在当前时点，流动性较强的外资在新兴市场的范围中做选择，港股和 A 股在 2022 年几乎全年的相对低配的高弹性空间以及后续对于中国较强的复苏预期是目前外资仍在继续净流入的重要原因。

图 3：2022 年 11 月以来新兴市场美元流动性压力明显缓解



资料来源：OFR，德邦研究所

图 4：美元市场流动性变化也是驱动人民币汇率变化的因素之一



资料来源：wind，OFR，德邦研究所

图 5：美元市场流动性拐点指示本轮港股拐点



资料来源：wind，OFR，德邦研究所

图 6：北向资金拐点相对港股略有滞后



资料来源：wind，OFR，德邦研究所

1.2. 配置盘与交易盘分歧逐渐收敛

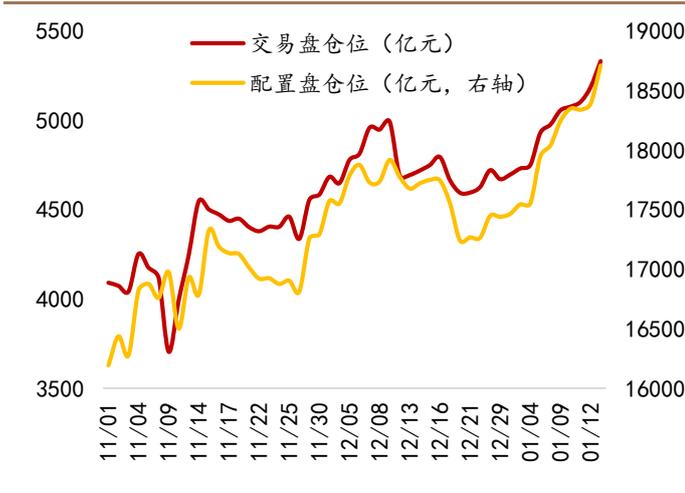
2022 年 11 月以来（至 2023 年 1 月 13 日）配置盘仓位与交易盘仓位同步拉升，集中增配 A 股资产。具体到北向资金持仓的行业来看，11、12 月连续两个月仓位上升的行业主要是食品饮料、家电、医药、消费者服务、银行、非银金融、房地产等，大部分集中于符合外资长期投资观念的大消费和大金融板块。

从仓位分布上看，11 月与 12 月配置盘与交易盘存在分歧。从中信一级行业分类上看，11 月配置盘与交易盘的增持共识主要集中于食品饮料、银行、家电、非银行金融、有色金属等行业，减持共识集中于电力设备及新能源和国防军工。分歧点体现在配置盘减持而交易盘增持的行业主要是基础化工、农林牧渔，配置盘增持而交易盘减持的主要是医药、计算机、电力及公用事业、汽车、通信等行业。

2022年12月之后，配置盘与交易盘的增持共识集中于食品饮料、银行、家电、建材、消费者服务等行业，减持共识开始增多，配置盘与交易盘同步减持电力设备及新能源、电子、基础化工、通信、煤炭等行业。分歧上，配置盘减持而交易盘增持的行业主要是医药、机械、计算机、有色金属、房地产等行业，配置盘增持而交易盘减持的主要是非银行金融、钢铁、综合和综合金融。

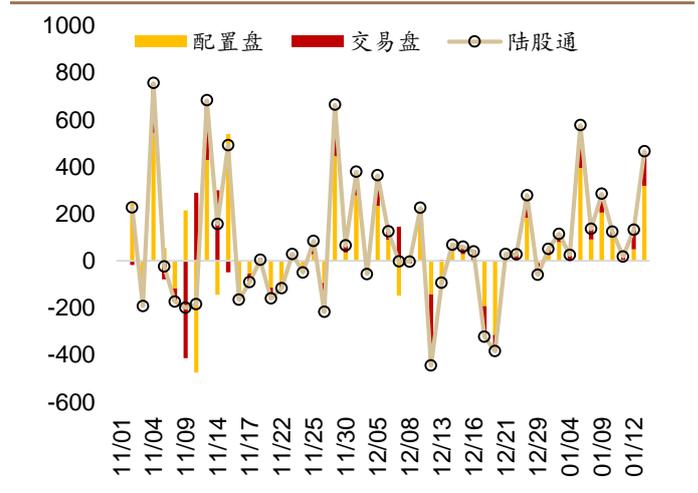
2022年11月至今（2023年1月13日），配置盘和交易盘的共识大于分歧，共识地逐步收敛于大消费、大金融板块，而分歧地收敛于周期和成长板块。2023年年初以来（至2023年1月13日），这一分歧呈现逐步收敛的态势，配置盘与交易盘的合力在同步中渐强。

图7：配置盘仓位与交易盘仓位同步拉升



资料来源：wind，德邦研究所

图8：配置盘和交易盘对陆股通贡献（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图9：2022年11月至2023年1月13日配置盘和交易盘持仓变化

中信一级行业	配置盘持仓变动			2023年1月2日至 2023年1月13日	交易盘持仓变动			2023年1月2日至 2023年1月13日
	2022年11月至 2023年1月13日	11月	12月		2022年11月至 2023年1月13日	11月	12月	
食品饮料	800.57	201.19	240.48	300.54	285.34	89.75	107.68	88.68
电力设备及新能源	-33.36	-54.11	-161.01	131.86	117.07	-20.80	-4.69	114.66
银行	337.64	186.87	49.29	91.67	191.49	115.89	32.87	45.79
医药	162.49	46.29	-9.47	91.45	113.42	-10.41	55.80	55.42
家电	359.58	177.97	64.33	106.99	111.73	42.07	36.37	29.58
电子	1.70	7.95	-33.96	22.32	-58.97	1.76	-101.09	21.19
基础化工	-22.10	-26.20	-57.03	39.71	57.19	27.36	-22.76	35.80
机械	-20.98	5.72	-58.86	29.82	81.35	9.49	50.31	13.30
非银行金融	191.23	83.76	1.16	101.21	146.40	102.14	-53.65	104.20
计算机	101.38	22.18	-2.37	36.23	21.16	-7.71	52.14	-33.66
有色金属	112.11	63.83	34.19	49.50	116.28	54.57	5.40	37.31
交通运输	-5.52	27.28	-36.86	4.56	9.31	15.78	-1.11	3.24
电力及公用事业	-21.63	14.08	-31.77	-3.14	-9.75	-8.98	-8.53	6.10
汽车	45.98	35.47	-33.87	30.03	3.74	-13.38	-10.08	18.82
建材	121.21	78.93	8.97	29.06	29.73	16.78	3.85	13.13
消费者服务	139.73	46.80	44.36	38.15	31.33	14.70	9.22	8.04
房地产	44.78	43.76	-10.45	8.31	11.93	-5.32	13.78	-1.27
煤炭	-4.89	20.15	-22.34	1.73	-24.69	-0.08	-30.99	5.18
建筑	11.93	25.95	-11.40	-2.07	10.58	24.04	-13.55	1.16
钢铁	33.01	17.11	5.35	7.60	-0.15	25.21	-24.98	4.59
石油石化	2.85	15.16	-8.45	2.68	3.11	9.53	-10.68	4.57
农林牧渔	-9.69	-11.35	1.45	1.39	25.50	14.22	2.16	10.31
传媒	104.76	41.52	22.40	25.46	32.04	8.35	6.87	8.32
通信	8.95	6.00	-10.16	1.86	-71.85	-16.57	-53.34	0.13
轻工制造	44.93	17.10	11.04	16.64	15.27	7.26	0.18	7.70
国防军工	-13.56	-5.06	-4.55	-8.68	-11.16	-9.56	-5.85	-4.81
商贸零售	10.06	7.02	-0.81	3.37	16.70	5.26	9.25	2.85
纺织服装	5.44	2.26	-0.50	3.23	-1.81	-0.09	-1.33	0.11
综合	4.66	1.44	1.40	1.29	-14.27	1.48	-14.06	-1.73
综合金融	1.86	0.59	0.54	0.63	1.41	0.15	-0.50	1.47

资料来源：wind，德邦研究所

图 10：配置盘和交易盘的增减持共识与分歧

中信一级行业	增持共识				减持共识				交易增持配置减持				交易减持配置增持			
	2022年11月至 2023年1月13日	11月	12月	2023年1月2日至 2023年1月13日												
食品饮料																
电力设备及新能源																
银行																
医药																
家电																
电子																
基础化工																
机械																
非银行金融																
计算机																
有色金属																
交通运输																
电力及公用事业																
汽车																
建材																
消费者服务																
房地产																
煤炭																
建筑																
钢铁																
石油石化																
农林牧渔																
传媒																
通信																
轻工制造																
国防军工																
商贸零售																
纺织服装																
综合																
综合金融																

资料来源：wind，德邦研究所

图 11：配置盘资金变化（亿元）

风格	产业链划分	中信一级行业	2022年11月以来高频走势	2022年11月至2023年1月13日	2023年1月2日至2023年1月13日	2022年12月	2022年11月
周期	上游资源	石油石化		2.85	2.68	18.45	15.16
		煤炭		-4.89	1.73	22.34	20.15
		有色金属		112.11	49.50	34.19	63.83
	中游材料	钢铁		33.01	7.60	5.35	17.11
		基础化工		-22.10	39.71	57.03	-26.20
		建材		121.21	29.06	8.97	78.93
	中游制造	机械		-20.98	29.82	58.86	5.72
		轻工制造		44.93	16.64	1.04	17.10
		国防军工		-13.56	-8.68	4.55	-5.06
消费	可选消费	汽车		45.98	30.03	33.87	35.47
		家电		359.58	106.99	64.33	177.97
		消费者服务		139.73	38.15	44.36	46.80
	必选消费	食品饮料		800.57	300.54	240.48	201.19
		纺织服装		5.44	3.23	0.50	2.26
		医药		162.49	91.45	9.47	46.29
		农林牧渔		-9.69	1.39	1.45	-11.35
		商贸零售		10.06	3.37	0.81	7.02
金融	金融地产	银行		337.64	91.67	49.29	186.87
		非银行金融		191.23	101.21	1.16	83.76
		房地产		44.78	8.31	10.45	43.76
		综合金融		1.86	0.63	0.54	0.59
成长	中游制造	电力设备及新能源		-33.36	131.86	161.01	-54.11
		计算机		101.38	36.23	2.37	22.18
	TMT	传媒		104.76	25.46	22.40	41.52
		通信		8.95	1.86	10.16	6.00
		电子		1.70	22.32	53.96	7.95
稳定	基础设施及运营	交通运输		-5.52	4.56	36.86	27.28
		电力及公用事业		-21.63	-3.14	31.77	14.08
		建筑		11.93	-2.07	11.40	25.95
其他	其他	综合		4.66	1.29	1.40	1.44

资料来源：wind，德邦研究所

图 12: 交易盘资金变化 (亿元)

风格	产业链划分	中信一级行业	2022年11月以来高频走势	2022年11月至2023年1月13日	2023年1月2日至2023年1月13日	2022年12月	2022年11月
周期	上游资源	石油石化		3.11	4.57	-16.68	9.53
		煤炭		-24.69	5.18	-39.99	-0.08
		有色金属		116.28	37.31	5.40	54.57
	中游材料	钢铁		-0.15	4.59	-28.98	25.21
		基础化工		57.19	35.80	-22.76	27.36
		建材		29.73	13.13	3.85	16.78
	中游制造	机械		81.35	13.30	50.31	9.49
		轻工制造		15.27	7.70	0.18	7.26
		国防军工		-11.16	-4.81	-5.85	-9.56
消费	可选消费	汽车		3.74	18.82	-16.08	-13.38
		家电		111.73	29.58	36.37	42.07
		消费者服务		31.33	8.04	9.22	14.70
	必选消费	食品饮料		285.34	88.68	101.68	89.75
		纺织服装		-1.81	0.11	-1.33	-0.09
		医药		113.42	55.42	55.80	-10.41
		农林牧渔		25.50	10.31	2.16	14.22
		商贸零售		16.70	2.85	9.25	5.26
		银行		191.49	45.79	33.87	115.89
金融	金融地产	非银行金融		146.40	104.20	-58.65	102.14
		房地产		11.93	-1.27	13.78	-5.32
		综合金融		1.41	1.47	-0.50	0.15
		电力设备及新能源		117.07	114.66	-4.69	-20.80
成长	TMT	计算机		21.16	-33.66	52.14	-7.71
		传媒		32.04	8.32	6.87	8.35
		通信		-71.85	0.13	-59.34	-16.57
		电子		-58.97	21.19	-109.09	1.76
稳定	基础设施及运营	交通运输		9.31	3.24	-1.11	15.78
		电力及公用事业		-9.75	6.10	-8.53	-8.98
		建筑		10.58	1.16	-1.55	24.04
其他	其他	综合		-14.27	-1.73	-1.06	1.48

资料来源: wind, 德邦研究所

1.3. 外资加仓到何时?

外资本轮的加仓幅度超出市场预期, 尤其是在 2023 年以后外资净流入的量和速率都快于过去 6 年以来的同期水平, 但这个级别的净买入是基于 2022 年市场持续被低估和 2022 年由于政治风险处置的资金撤出导致的高强度回补, 并且资金仍然集中于外资长期偏好的行业和个股, 因此我们也能看到在外资强力的加仓下, 上证 50、价值股确认了修复趋势, 大盘指数在逐步小幅拉升, 但并未发现外资引领的全面行情, 在外资偏好的板块达到短期估值修复的心理预期时, 外资的流入速度会逐渐放缓。

长期来看, 外资持续加仓或继续撤出取决于驱动外资变化的根本因素是否发生变化, 主要涉及到三个方面: 1、中国经济复苏预期何时证伪; 2、美元流动性改善预期何时见顶; 3、类似俄乌冲突的黑天鹅事件是否会引发中美关系的变化。从时间节点来看, 最早能判断以上三个方面变化的是春节后中国的经济数据的公布, 2 月和 3 月的数据将成为验证消费、地产政策初步成效的第一个时间节点, 如果中国确认经济复苏拐点, 在全球范围内可能将是经济增长的领头羊, 对于外资来讲, 在新兴市场中的配置价值仍然较高。第二个时间节点可能在今年下半年, 即便在上半年通胀环比快速回落的过程中美联储释出相对鸽派的信号, 如果美国通胀仍然居高不下, 未能实现美联储平均目标通胀降回 2% 的水平, 下半年停止加息甚至降息的市场预期可能跟联储的政策操作出现偏差, 美元流动性压力可能重

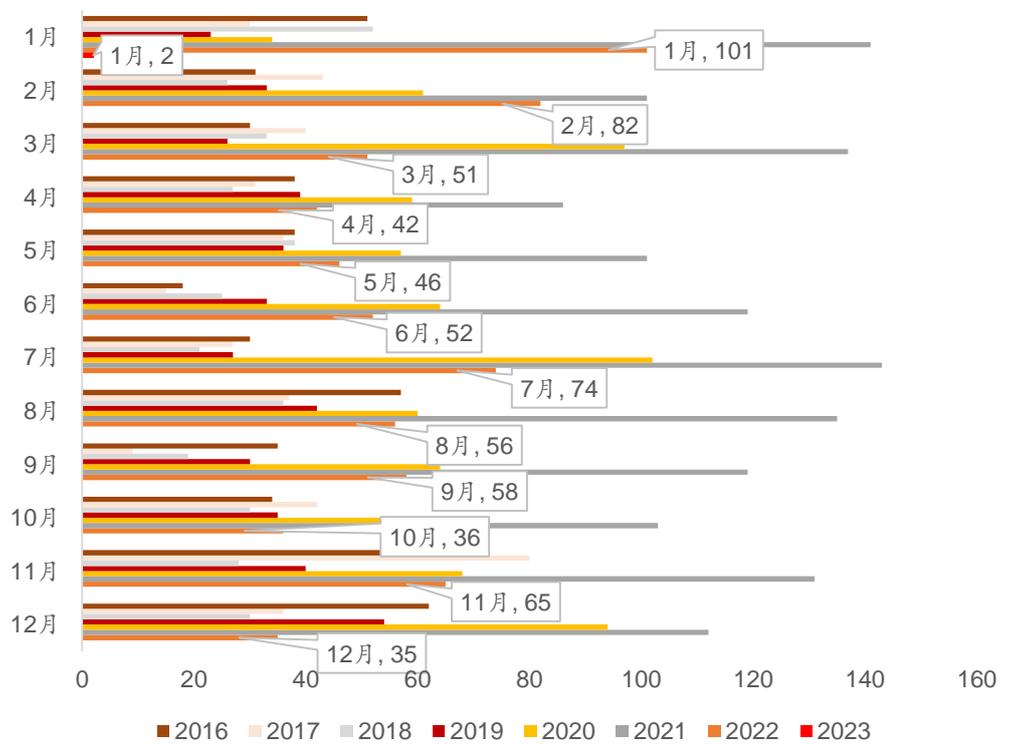
新增大，外资和港股的流动性可能都会出现一定程度的收缩。因此，2023 年上半年来看，除了黑天鹅事件未知的冲击时间，其他两个因素暂时都仍然有利于外资长线资金继续流入。

2. 内资增量资金的变化

2.1. 内资进场的节奏

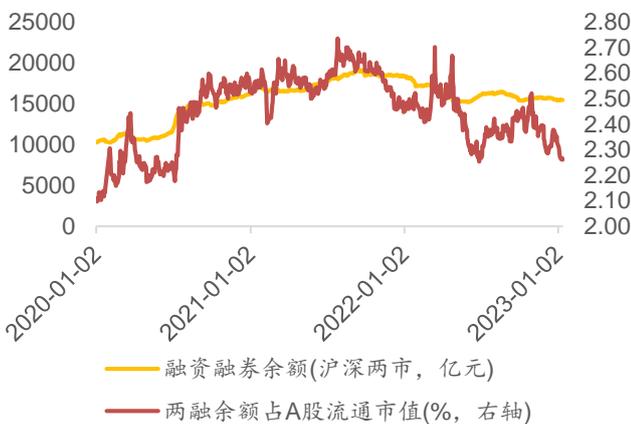
2022年11月以来公募发行与两融资金均呈现疲软态势，股票型基金发行在11月反弹后回落，基金发行市场整体趋冷，两融余额也自2022年11月初的高点回落。整体来看，全部A股在2022年11月至2023年1月13日也并未出现明显持续交易放量，尽管指数出现在2022年12月末至2023年1月13日的几个交易周内，成交金额大部分时间维持在6000-8000亿区间内，市场整体情绪并没有被调动起来，内资在这一波行情中的参与度并不高。2023年1月16日收盘成交额在近期首次突破9000亿，但从风格上看，仍然是以外资偏好的金融、消费风格为主。

图 13: 2022 年末和 2023 年初新发基金数量均未呈现明显提升 (只, 股票型和混合型)



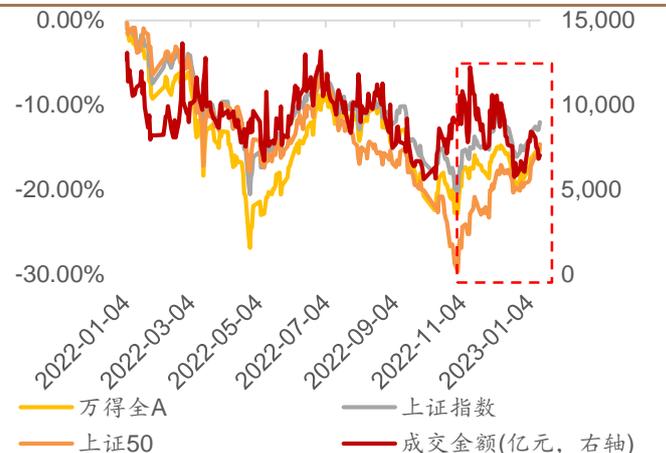
资料来源: wind, 德邦研究所

图 14: 两融余额未出现明显变化



资料来源: wind, 德邦研究所

图 15: 指数上行但成交额未出现明显放量



资料来源: wind, 德邦研究所

2.2. 近期市场风格走势再次由外资主导

从近期市场成交和风格来看，内资在拐点确认上相对外资更为谨慎，行情参与度较低，类比 22 年 4 月至 7 月期间的行情，我们也发现了同样的规律，但与当时不同的是，本轮行情的外资引领者是配置盘资金，而之前的行情引领者则是交易盘为主，相比内资而言，外资交易盘资金的灵活度更高。在本轮主流板块表现都由外资带领的情况下，我们发现外资在市场上起到的作用和之前并无二致，即在内外宏观环境和资金联动加强以及海外流动性增强时期进入新兴市场起到风格引领作用，在 2017 年-2020 年期间，内资跟随外资风格形成核心资产的投资模式，造就了市场的结构性行情。从本轮行情来看，外资依然可以引领风格变化，但始终不是驱动资金进场的根本因素，即便指数出现了小幅拉升，也需要内资资金在赚钱效应提升之后继续参与到市场交易中，全面提升交易额，才能迎来市场的全面修复。

图 16: 近期行业成交与陆股通相关度更高（相关度以成交额测算）

风格	产业链划分	中信一级行业	两融余额	陆股通持仓	行业成交金额	两融余额相关度	陆股通持仓相关度	行业涨跌幅 (20221101-20230113)
周期	上游资源	石油石化				-0.58	0.65	7.25
		煤炭				-0.50	0.65	0.55
		有色金属				0.51	-0.37	11.07
	中游材料	钢铁				0.53	0.19	9.72
		基础化工				-0.24	0.70	8.04
		建材				0.03	-0.13	25.50
	中游制造	机械				-0.58	0.46	2.75
		轻工制造				0.09	0.04	22.75
		国防军工				0.52	0.67	-11.05
		汽车				0.38	0.40	7.39
消费	可选消费	家电				0.33	-0.16	24.38
		消费者服务				0.58	0.55	33.93
		食品饮料				-0.06	0.33	39.24
	必选消费	纺织服装				0.56	0.64	21.62
		医药				-0.07	-0.32	10.56
		农林牧渔				-0.27	0.66	10.73
		商贸零售				0.32	0.71	20.73
金融	金融地产	银行				0.19	-0.03	16.70
		非银行金融				0.05	0.40	24.25
		房地产				0.17	0.18	20.35
		综合金融				-0.12	0.00	13.81
成长	中游制造	电力设备及新能源				0.35	0.78	4.82
		计算机				0.72	-0.38	2.80
	TMT	传媒				0.25	0.16	24.82
		通信				-0.68	0.80	8.37
		电子				-0.16	0.61	2.51
稳态	基础设施及运营	交通运输				0.51	0.75	10.12
		电力及公用事业				-0.71	0.77	4.20
		建筑				-0.15	0.48	8.37
其他	其他	综合				0.59	0.87	3.55

资料来源：wind，德邦研究所

近期内外资也在行业结构的选择上出现了一定的分歧。从内资-外资对比角度看，我们分别选取中信一级行业分类下的两融余额及陆股通持仓作为内资和外资资金力量的代理变量，再以各行业的合计成交金额代表整体资金变量。我们发现，在 2022 年 11 月至 2023 年 1 月 13 日期间涨幅较大的行业，如食品饮料、商贸零售、非银金融等行业的资金相关度与陆股通更高，而建材、轻工、家电、银行、传媒等行业的资金相关度与两融余额更高，地产、消费者服务、纺织服装与陆股通和两融余额相关度差异不大。另外，持仓相关度分歧度较高的行业，如石油石化、

煤炭、有色、机械、农林牧渔、计算机、通信、电力公用则都呈现阶段内涨幅排名靠后的趋势，说明大部分上行的板块仍然需要内外合力推动，消费与地产是近期内外资形成共识和一致预期较高的行业，消费、金融相对更依赖外资推动，制造业相对更依赖内资推动。

2.3. 内外资合力下未来的板块选择

本轮上涨过程中内外资驱动的共同逻辑主要是中国经济复苏的预期，因此在板块表现上，我们发现上涨的板块主要集中于上证 50 和价值股中，指数和风格基本涵盖了内外资偏好的消费、金融和地产链，因此和外资变化的根本原因第一条相同的是，对于国内经济复苏数据的确认也是对今年板块选择的重要时间点之一。如果我们认为春节大概率会出现较为亮眼的消费数据、目前核心 CPI 略升指向的需求端政策成效逐渐显现，那么在海外流动性变化的窗口期内，未来一个季度，我们认为政策托底优势仍然存在，业绩处于真空期的最后阶段，对于政策效果明显有所指向导致盈利预期提升的消费和稳增长板块，从 12 月经济数据来看，消费和地产端的数据已经出现较为明显的回暖；估值因素来看，消费相对于其他内需板块的性价比略有下降，一季度可能是业绩兑现前交易其他内需行业相对较好的时机，可以继续关注稳增长环境下的地产链和大金融板块。

3. 风险提示

春节后消费复苏不及预期，地产修复不及预期，俄乌冲突激化，海外流动性收紧外资再次回撤

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富”固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，5 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气 and 盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。荣获 2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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