

2023年2月3日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

立足当前，着眼长远：关注创新的动力

——资产配置与比较月报（2023年2月）

投资要点

- **关注汇率的影响。**外资看好背景下，北向资金在短时间内净流入金额已超2022年全年。美国暂未表现出明显衰退的迹象，中美经济的相对强弱关系，会成为影响汇率的核心因素之一，进而影响A股。
- **理性看待超额储蓄。**居民收入预期受到压制、消费场景缺失和消费信心偏弱、房地产销售疲弱、理财收益回落等共同因素导致2022年国内形成大规模超额储蓄。随着疫情管控措施对经济活动影响的逐步淡化，大规模超额储蓄转化为消费已有一定市场预期，但短期内超额储蓄对消费的提振不宜过度乐观。
- **美联储货币政策和美国经济衰退仍将是海外市场的关键逻辑。**全球市场近几个月来持续乐观，对于美联储货币紧缩的计价可能不足。与市场相比，美联储更关心通胀的韧性，只要经济不急剧恶化，联储即使暂停加息，也不会轻易转向降息。随着1月通胀与经济数据的出台，多空双方围绕市场信仰与联储预期引导的博弈将持续反映在资产价格上。
- **全年权益市场机会大于风险。**国内政策端继续发力的可能性较大，经济复苏的确定性较高，在市场形成了较为一致的预期。行业上来看，2022年四季度主动权益型基金增配医药、传媒、计算机，位居前三，而电力设备、有色金属、煤炭等行业减仓幅度较大。
- **投资建议：长期主线仍是国内的自主可控，以及研发投入提升，初步统计2022年全国R&D经费达到3.09万亿元，同比10.4%，占GDP之比达到2.55%，较2021年提高了0.12个百分点。推荐：代表新兴产业的科创50指数、受外资青睐的上证50指数；行业上推荐受益于军费开支稳定增长的军工板块、以及受益于人口负增长带来的自动化机械等板块。个股方面，以研发占比高、现金流良好、负债率低的标的为主。**
- **各行业观点。电新：**产业链盈利能力回升，看好节后板块行情。国内光伏产业链价格止跌反弹，硅料产能放量下出现产业链利润重分配变化。新能源汽车方面，电池盈利拐点将至。风电新年招标量高企，中标价格小幅波动。**消费：**春节消费旺盛，复苏进度亮眼，坚定看好长线复苏，关注短线风险。白酒春节消费超预期，关注地产酒及高端酒。非白酒食品饮料重点关注零食、速冻及预制菜行业。美容护理看好国货龙头企业发展前景，产品力为核。**资源品及周期：**边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期，油价疲态显现。化工板块关注竣工端化工品的机会和风电产业链和POE新材料的表现。**大健康：**医药生物板块整体情绪回暖明显。行业政策边际改善有望带来板块估值的进一步提升，重点关注创新药链和医疗消费的相关细分子板块及个股。**TMT：**当前LCD面板行业正逐步走出底部，2023年行业复苏在即。**高端制造：**家电零部件公司入局新赛道，有望贡献收入增量，新业务及新品类具备成长潜力。通用机械国产替代趋势不变，机器人应用场景广阔。春节假期扰动，年初车市平淡，静待节后零售恢复。**金融：**随着疫情防控优化与房地产行业融资转向，看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动，扎实资产质量保障）的中小银行。
- **重点推荐：电新：福斯特、传艺科技。消费：盐津铺子、五粮液。周期：海油工程、荣盛石化、卫星化学。大健康：贝达药业、丽珠集团、凯莱英。TMT：京东方A、TCL科技。高端制造：盾安环境、石头科技、国茂股份。金融：宁波银行、江苏银行、常熟银行。**
- **风险提示：**房地产市场风险；国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；中美关系的不确定性。

正文目录

1. 回顾与展望	4
1.1. 全球市场风险偏好明显回升	4
1.2. 商品观点：关注国内外周期背离对需求的影响	6
1.3. 展望：立足当前，着眼长远：关注创新的动力	9
2. 总量观点	9
2.1. 宏观观点	9
2.1.1. 国内春节以及海外积极因素喜人	9
2.1.2. 美国经济韧性或导致货币政策仍不确定性，商品支出下滑可能拖累中国出口	17
2.1.3. 未来的关注点	18
2.2. 技术面观点	23
3. 各行业观点总结与展望	23
3.1. 电力设备及新能源	23
3.1.1. 光伏：产业链价格止跌反弹，年后静待需求放量	23
3.1.2. 新能源汽车&锂电：需求下滑影响可控，电池盈利拐点将至	24
3.1.3. 风能：新年招标量高企，中标价格小幅波动	24
3.1.4. 氢能：政策助力氢能发展，燃料电池车有望放量	25
3.2. 大消费	25
3.2.1. 消费趋势：春节消费亮眼，看好消费复苏	26
3.2.2. 食品饮料：白酒优选龙头，长线看好餐饮产业链	26
3.2.3. 非白酒食饮：关注零食、速冻及预制菜行业	27
3.2.4. 美容护理：产品力为核，关注龙头企业表现	27
3.3. 资源品及周期	28
3.3.1. 石油石化：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期	28
3.3.2. 化工：攻守兼备，稳预期与先布局	29
3.4. 大健康	30
3.5. TMT	30
3.6. 高端制造	31
3.6.1. 家电：地产链估值有望逐步修复，新业务及新品类具备成长潜力	31
3.6.2. 机械：通用机械国产替代趋势不变，机器人应用场景广阔	32
3.6.3. 汽车：假期扰动年初销量，静待节后车市回暖	32
3.7. 金融	33
4. 风险提示	34

图表目录

图 1 2023 年 1 月期间主要资产价格表现, %	5
图 2 2023 年 1 月申万一级行业涨跌幅, %	6
图 3 全国发送旅客相比 2019 年恢复情况, %	10
图 4 铁路、公路、水路和民航发送旅客数量, 万人次	10
图 5 旅客总量, %	10
图 6 旅游人数和旅游收入, %	10
图 7 春节档票房收入, %	11
图 8 观影人数和上映场次, 万人, 万场	11
图 9 春节期间平均票价, 元	11
图 10 全民航共运输旅客, %	12
图 11 民航平均客座率和航班正常率, %, %	12
图 12 标准普尔 500 波动率指数(VIX), %	13
图 13 恒生科技指数, 点	13
图 14 石油沥青装置开工率, %	15
图 15 唐山钢厂高炉开工率, %	15
图 16 主要钢厂螺纹钢开工率, %	16
图 17 汽车轮胎开工率, %	16
图 18 乘用车日均销量季节性规律, 辆	16
图 19 美国不变价 GDP 环比折年率, %	17
图 20 美国 M2 同比和政策利率, %	17
图 21 美国实际商品消费 (按 2012 年美元价值计算), 十亿美元	18
图 22 美国商品进口环比折年率, %	18
图 23 北向资金, 百万元	19
图 24 基金发行情况, 只, 亿份	19
图 25 中美国债收益率以及利差, %	19
图 26 美元指数及人民币汇率	19
图 27 城镇居民收入支出情况, %	20
图 28 居民新增人民币存款, 亿元	20
图 29 个人购房贷款, 亿元, %	20
图 30 理财产品收益率, %	20
图 31 更多消费和更多储蓄居民占比, %	21
图 32 城镇和农村居民家庭恩格尔系数, %	21
图 33 12 月 FOMC 预测政策利率中位数, %	21
图 34 主动权益型基金持仓变化, %	22
图 35 各行业成交额占比 5Y 分位数水平, %	23
表 1 主要商品观点	6
表 2 部分地区稳经济政策主要内容	13
表 3 2023 年春节假期部分城市新建商品住宅成交情况	16

1.回顾与展望

1.1.全球市场风险偏好明显回升

全球风险偏好明显回升。美国通胀整体下行进一步得到明确，四季度 GDP 数据好于预期，市场对加息终点的预期略低于美联储。欧洲核心通胀仍高，欧央行可能继续保持较快的加息节奏，但能源价格的回落导致通胀压力有所减轻。国内方面，政策调整后经济回升的预期继续加强，地方两会对明年经济目标的设定偏积极。

权益市场：A 股方面，受益于风险偏好的回升，主要指数 1 月均收红，创业板指数上涨 10.0%，表现最佳；沪深 300 指数上涨 7.4%，上证指数上涨 5.4%。从行业指数来看，呈现普涨的趋势，申万一级行业中仅 2 个行业收跌。其中，有色金属(27.80%)、计算机(12.80%)、电力设备(11.82%)、汽车(10.89%)、机械设备(9.72%)领涨；仅商贸零售(-1.18%)与社会服务(-0.30%)小幅收跌。涨幅相对较小的板块有综合(0.09%)、美容护理(0.81%)、交通运输(1.97%)。美股方面，受益于美债收益率的回落，纳指上涨 10.7%，强于道指及标普 500 指数。三大股指均上涨，道指及标普 500 指数表现继续略强于纳指。

商品市场：以月末来看，1 月国际油价小幅回落，以中枢来看，小幅上涨。1 月布伦特原油均价 83.91 美元/桶，环比上涨 3.15%，但同比下降 1.95%。ICIS 的全球石化价格指数 (IPEX) 在 2022 年 12 月份环比下降 1.3%，同比下降 14.1%，所有三个地区的化学品价格都有下跌。2022 年 12 月全球 64 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为 1.407 亿吨，同比下降 10.8%。铜价受经济预期修复以及秘鲁铜矿停产影响，价格上涨。美元指数回落，加息节奏放缓以及通胀回落等因素充分反映黄金的金融属性，价格上涨。中澳关系的修复，煤炭价格可能稳中回落。海外经济下行较为确定，不确定的只是下行的斜率，从需求来说，商品价格可能会有所分化。

债券市场：美联储已开始放缓加息节奏，历史上美债收益率总是先于联邦基金利率回落，1 月十年期美债收益率回落 36 个 BP 至 3.52%，欧洲公债收益率也有所回落。国内十年期国债收益率受经济复苏预期影响，小幅回升。

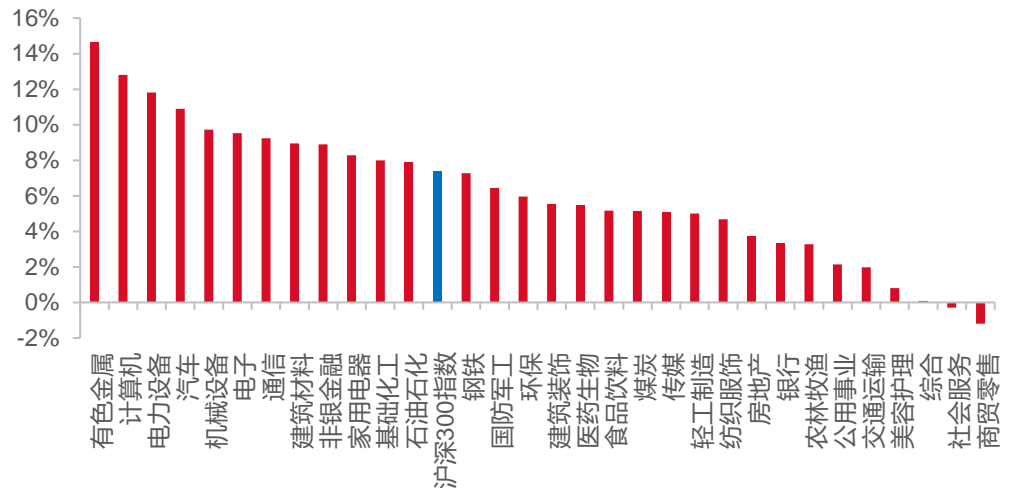
图1 2023年1月期间主要资产价格表现，%

股市	1月31日	12月31日	变化%	近4个月变化
纳斯达克综合指数	11585	10466	10.7%	
恒生指数	21842	19781	10.4%	
创业板指	2581	2347	10.0%	
巴黎CAC40	7082	6474	9.4%	
深证成指	12001	11016	8.9%	
法兰克福DAX	15128	13924	8.7%	
韩国综指	2425	2236	8.4%	
沪深300	4157	3872	7.4%	
标准普尔500指数	4077	3840	6.2%	
上证综指	3256	3089	5.4%	
日经225	27327	26095	4.7%	
伦敦富时100	7772	7452	4.3%	
俄罗斯RTS	1001	971	3.2%	
道琼斯工业平均指数	34086	33147	2.8%	
商品	1月31日	12月31日	变化%	近4个月变化
LME铜	9104	8,398.00	8.4%	
LME铝	2574	2,391.00	7.6%	
COMEX黄金	1945	1,826.20	6.5%	
棉花	15060	14,210.00	6.0%	
聚丙烯	8180	7733	5.8%	
螺纹钢	4181	4087	2.3%	
铁矿石	873	855	2.1%	
热轧卷板	4198	4136	1.5%	
白砂糖	5866	5781	1.5%	
CBOT大豆	1538	1524	0.9%	
CBOT玉米	680	679	0.2%	
IPE布油	85	86	-0.5%	
COMEX迷你白银	24	24	-0.8%	
NYMEX轻质原油	79	80	-1.7%	
CBOT小麦	761	792	-3.9%	
10年国债收益率	1月31日	12月31日	变化BP	近4个月变化
中国	2.90	2.84	6	
日本	0.51	0.45	6	
德国	2.30	2.51	-21	
西班牙	3.22	3.53	-31	
英国	3.46	3.80	-34	
希腊	4.30	4.64	-34	
美国	3.52	3.88	-36	
意大利	4.27	4.69	-43	
汇率	1月31日	12月31日	变化%	近4个月变化
人民币	6.76	6.92	2.4%	
欧元	1.0862	1.0703	1.5%	
日元	130.1205	131.1245	0.8%	
美元指数	102.10	103.49	-1.3%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

备注：汇率中人民币指兑美元离岸汇率，美元对人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值

图2 2023年1月申万一级行业涨跌幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.商品观点：关注国内外周期背离对需求的影响

1月国际油价小幅上涨，其中布伦特月均价为83.91美元/桶，较去年12月环比上涨3.15%，海外天然气价格下跌。1月摩根大通全球制造业PMI小幅回升0.4个百分点至49.1，但仍然连续5个月位于荣枯线以下，产出以及新订单也同样呈现这样的特征。上游长期资本开支不足，美国劳动力仍存缺口，叠加OPEC+控盘多方博弈下，原油价格中期仍可能维持高位。欧洲天气温和及LNG前期补库存使得天然气价格大幅下降。化工品方面，ICIS石化指数（IPEX）12月环比下降1.3%，其中美国墨西哥湾下降4.6%，跌幅最大，西北欧及东北亚分别下降0.7%和0.5%。全球IPEX指数同比下跌14.1%。

欧美PMI仍处萎缩区间。1月美国制造业PMI继续下滑，欧元区PMI虽然继续回升，但仍低于荣枯线，能源价格下行只是减轻了制造业的压力。后续高利率环境下对需求的抑制将会进一步得到显现。商品的定价需要关注国内外周期的背离。

表1 主要商品观点

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	市场逻辑逐步从预期切换至现实	1.稳增长政策继续出台，成材长假累库幅度偏低，短期钢材价格仍有支撑。2.钢厂利润以及废钢供应恢复，后期钢材供应回升幅度或强于需求。3.2月下旬之后，需求预期开始进入兑现阶段，需求不及预期概率较大。	需求超预期恢复，钢材供给持续低位	单边策略：螺纹、热卷前期多单减持；现货企业可考虑05卖出套保机会
铁矿石	基本面偏强，但利空因素开始积聚	1.铁水产量春节长假期间回升，钢厂矿石库存则仍处于历史低位。2.铁矿石估值偏高，且在目前钢材需求状况下，后期出现负反馈概率较大。3.政策调控风险持续存在。	钢厂利润大幅扩张，政策调控力度低于预期	单边：前期空单减持；套利可考虑5-9正套
焦炭	先抑后扬	1.焦企累库压力较大。2.钢厂当前利润微薄。3.随着天气转暖，下游复工复产，需求将逐步恢复。	需求恢复不及预期	逢低买入

焦煤	先抑后扬	1.焦企面临提降，补库积极性不足。2.煤矿生产正逐步恢复。3.随着天气转暖，下游复工复产，需求将逐步恢复。	安全事故	逢低买入
原油	短期冲高乏力，回调风险增加	1.俄罗斯成品油价格上限后，欧洲自亚美替代进口，俄罗斯产出也有下降风险，短期承托原油价格。2.中国需求恢复方向确定，但前期利多因素已经计价过多，空间存疑。3.海外衰退有速率放缓迹象，俄罗斯去供给化以及地缘政治因素都可能稳定海外需求。	俄罗斯成品油制裁情况、中东地缘政治因素	短期轻仓空配
PTA	5500-5600 托底波动	1.PX 装置陆续投产，同时 PTA 开工也有所提高，一季度小幅累库预期仍在。2.前期对需求预期计价透支过多，按节前终端需求的弱势水平，恢复需有一定时间，节后订单需求恢复速度可能无法达到预期标准。	原油端波动，终端需求大幅低于预期	观望
乙二醇	4000-4500 宽幅震荡	1.油制利润长期低位，转产装置增加，叠加检修增量，供应天花板到位，过剩计价基本已经完毕。2.和 PTA 一样需求仍然是最主要矛盾，但主港和厂家库存都大幅增加，说明乙二醇需求短期无法达到去库水平，前期先于其他品种跟涨乏力也说明震荡格局不变。	终端需求大幅低于预期	可适当做波动
橡胶	震荡偏强	1.美国四季度经济增速好于预期，加息放缓等宏观层面利好支撑，国内春节出行消费数据恢复较好，给予市场一定信心。2.国内停割，国外减产，下游逐步复产复工。	国产，进口超预期，需求端异动。宏观、疫情等等	观望
甲醇	震荡偏强	1.短期宏观利好兑现，对价格形成有效支撑，尚缺乏新驱动。2.基本上，2 月供应回归压力较大，需求恢复弹性较小，内地与港口预计走势分化，相互牵制，价格以区间震荡为主。3.2800 元/吨以上区间估值偏高有回落风险，2400 元/吨以下有估值修复驱动。5-9 价差升水，逢低正套。	MTO 装置停车，进口超预期。宏观、原油，疫情、政策风险等。	59 正套
聚烯烃	震荡偏弱	1.美国加息放缓，国内经济修复。原油价格中枢在 80 美金附近稳定。2.预期支撑价格走强，现实端修复尚需要时间。3.2 月初预计下游陆续复工之后走需求修复逻辑，基差走强。随着宏观环境稳定，聚烯烃偏弱格局下单边价格有回落风险。	投产不及无法兑现，下游需求、进口不及预期，宏观、疫情、地缘政治等。	逢高做空主力合约
铜	冲高回落	1.美国软着陆概率大，美联储高利率持续时间或超预期。2.秘鲁铜矿产量受抗议影响；精铜产能增但检修影响产量。3.国内预期复苏，但节后铜杆厂复产慢，有累库压力。4.伦铜库存偏低但沪铜增库明显。综上，铜价有冲高回落风险。	美联储紧缩不及预期、国内复苏超预期、地缘风险	观望

镍	高位震荡	1.美国软着陆概率大，美联储高利率持续时间或超预期。2.国内及印尼纯镍产能预期增，但上量需时间。3.不锈钢产量预计提升，合金需求良好，新能源后续政策可期，整体需求预期较。4.纯镍库存紧张仍未缓解。综上，镍价预计高位震荡。	纯镍增产不及预期、纯镍累库超预期	月间逢低正套
不锈钢	冲高回落	1.美国软着陆概率大，美联储高利率持续时间或超预期。2.国内复苏预期强，需跟踪兑现情况。3.现货库存压力仍大。4.成本端有支撑。综上，节后看涨期待兑现，库存压力下，不锈钢上行空间暂有限。	印尼政策扰动、消费超预期、减产超预期	月间反套
铝	高位震荡	1.宏观：美国宏观经济韧性犹在，偏热的劳动力市场或延长通胀时间和加息周期。2.基本面：受限电影响的产能将逐渐爬产，下游需求在2月中上旬逐步恢复，社会库存也将由累库转为去库，供需双弱的局面将边际改善。3.综上，沪铝价格或在万九附近高位震荡。	国内需求的强预期未兑现	跨期套利：可在旺季月份对应的合约布局正套头寸。
锌	国内供应端预期较为宽松，锌价上方有压力	1.国内中大型原生锌炼厂春节期间多数会维持较高的开工率运行，在这一背景下，春节假期结束后，国内供应端预期较为宽松。2.海外对国内疫情开放后市场活跃度提升的预期较强，加之欧洲炼厂尚无新复产计划，LME持续去库至低位，现货升贴水不断走高，基本面对锌价依然提供较强支撑。	库存累库量，欧洲冶炼利润恢复	观望
锡	供应短缺刺激下，锡价破位上行	1.锡矿环比紧缩、加工费下行，未来冶炼产出有下降预期，因此锡市过剩压力将出现明显缓解。2.随着国内外疫情对需求的抑制逐渐褪去，很大可能导致消费电子行业触底回升，以及光伏用锡的崛起，预期全球锡需求将进一步抬升。	缅甸矿端扰动，库存累库量	谨慎做多
黄金/白银	长期具备多配价值，中短期价格或有回调	1.美联储2月或继续放缓加息，年内货币政策或转向，贵金属长期具备多配价值。2.IG客户情绪指标显示中短期白银价格或出现回调，黄金价格或接近回调。	美联储鸽派不及预期	中短期逢高空金银比价
玻璃	偏弱震荡	1.下游深加工订单同比仍萎缩，地产需求侧勿过于乐观，库存压力仍大现货涨势或难持续。2.供应端降至相对低位高库存压力稍有缓解、价格或震荡筑底。	供应端超预期冷修、地产需求表现超预期	轻仓试空
纯碱	震荡	1.光伏玻璃投产下游刚需仍较强，库存处低位现货仍有上涨动力。2.随着供应端大量产能投放，价格或逐渐趋于稳定。	供应端装置投产不及预期，下游需求增速不及预期	轻仓试多
养殖类	震荡偏弱	1.生猪养殖利润跌破预警线收储预期强。2.从出栏体重看出栏压力释放的差不多了，待节后终端跨节的储备库存消耗完毕，叠加收储调控，供需或回归平衡，猪价有望筑底。	疫情散发导致长期需求受限；生猪持续抛储	逢低卖看跌，做慢牛行情

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.展望：立足当前，着眼长远：关注创新的动力

关注汇率的影响。2023 年开年以来，国内经济复苏预期明显提升，而海外经济仍存衰退风险预期，人民币汇接连收复此前失地。外资看好背景下，北向资金在短时间内净流入金额已超 2022 年全年，从已公布的数据来看，美国暂未表现出明显衰退的迹象，硬着陆还是软着陆仍存分歧。中美经济的相对强弱关系，会成为影响汇率的核心因素之一，进而影响 A 股。

理性看待超额储蓄。居民收入预期受到压制、消费场景缺失和消费信心偏弱、房地产销售疲弱、理财收益回落等共同因素导致 2022 年国内形成大规模超额储蓄。随着疫情管控措施对经济活动影响的逐步淡化，大规模超额储蓄转化为消费已有一定市场预期，但短期内超额储蓄对消费的提振也不宜过度乐观。

美联储货币政策和美国经济衰退仍将是海外市场的关键逻辑。全球市场近几个月来持续乐观，对于美联储货币紧缩的计价可能不足。与市场相比，美联储更关心通胀的韧性，只要经济不急剧恶化，联储即使暂停加息，也不会轻易转向降息。随着 1 月通胀与经济数据的出台，多空双方围绕市场信仰与联储预期引导的博弈将持续反映在资产价格上。从四季度数据来看，政策利率收紧的效果才刚刚开始传导到除地产外的领域，而近期通胀和经济数据公布后资产价格的回暖也对流动性起到了一定支撑。

全年权益市场机会大于风险。国内政策端继续发力的可能性较大，经济复苏的确定性较高，在市场形成了较为一致的预期，全年权益市场机会大于风险。行业上来看，2022 年四季度主动权益型基金增配医药、传媒、计算机，位居前三，而电力设备、有色金属、煤炭等行业减仓幅度较大。

投资建议：长期主线仍是国内的自主可控，以及研发投入提升，初步统计 2022 年全国 R&D 经费达到 3.09 万亿元，同比 10.4%，占 GDP 之比达到 2.55%，较 2021 年提高了 0.12 个百分点。推荐：代表新兴产业的科创 50 指数、受外资青睐的上证 50 指数；行业上推荐受益于军费开支稳定增长的军工板块、以及受益于人口负增长带来的自动化机械等板块。个股方面，以研发占比高、现金流良好、负债率低的标的为主。

2.总量观点

2.1.宏观观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

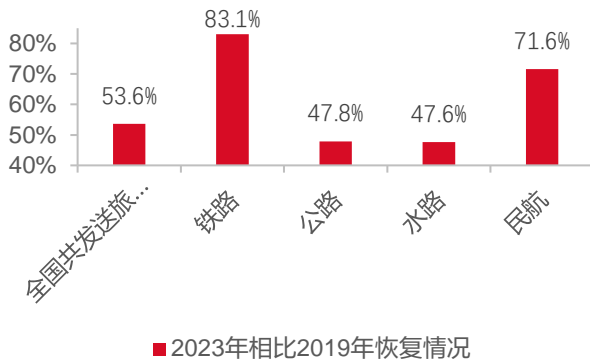
2.1.1.国内春节以及海外积极因素喜人

1. 春节消费体现回暖之势

从总体客流量来看，春节修复略超预期。根据交通运输部数据显示，2023 年春节期间，全国共发送旅客 22563.8 万人次，日均发送 3223.4 万人次，较 2021 和 2022 年明显上升，为 2019 年同期的 53.6%。2021 年和 2022 年春节期间，全国共发送旅客分别为 9841.6 万人次和 1.3 亿人次，分别为 2019 年同期的 23.2%和 30.8%。从分项上来看，2023 年铁路、

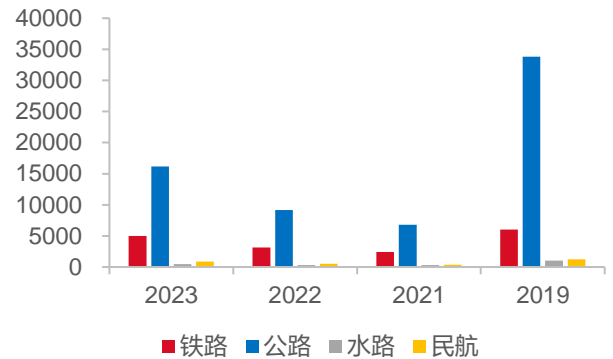
民航、公路和水路分别发送旅客 5017.4、900.6、16159 和 486.8 万人次，分别恢复至 2019 年同期的 83.1%、71.6%、47.8%和 47.6%。

图3 全国发送旅客相比 2019 年恢复情况，%



资料来源：交通运输部，东海证券研究所

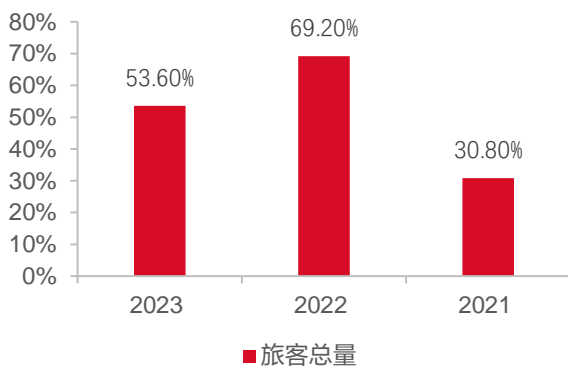
图4 铁路、公路、水路和民航发送旅客数量，万人次



资料来源：交通运输部，东海证券研究所

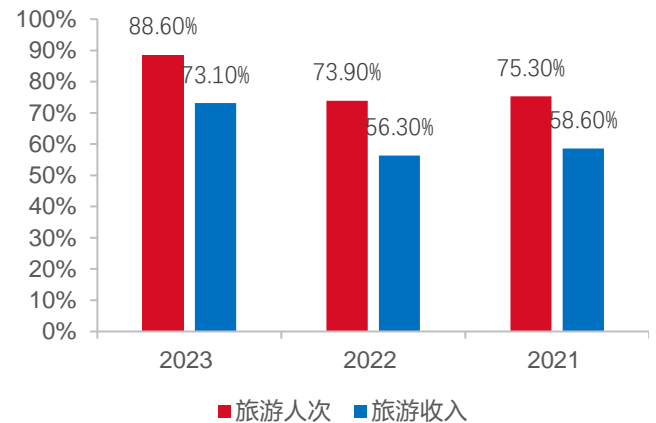
春节期间，旅游业不断恢复，但旅游收入的恢复不及旅游人次，可能由于一些热门旅游地免收门票和短途游仍是主要贡献的原因。经文化和旅游部数据中心测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%。实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。2022 年和 2021 年全国国内旅游出游分别为 2.51 亿和 2.56 亿人次，分别恢复至 2019 年春节假日同期的 73.9%和 75.3%；实现国内旅游收入 2891.98 亿元和 3011 亿元，恢复至 2019 年春节假日同期的 56.3%和 58.6%。

图5 旅客总量，%



资料来源：文旅部，东海证券研究所

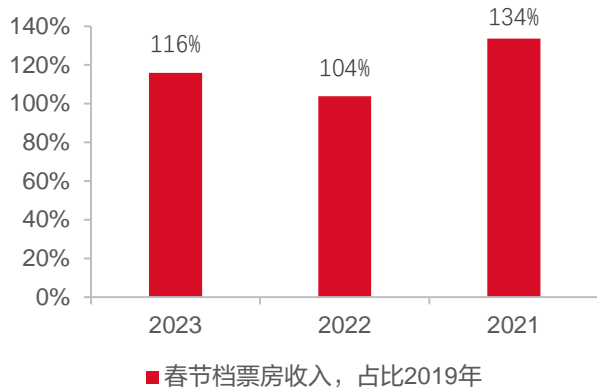
图6 旅游人数和旅游收入，%



资料来源：文旅部，东海证券研究所

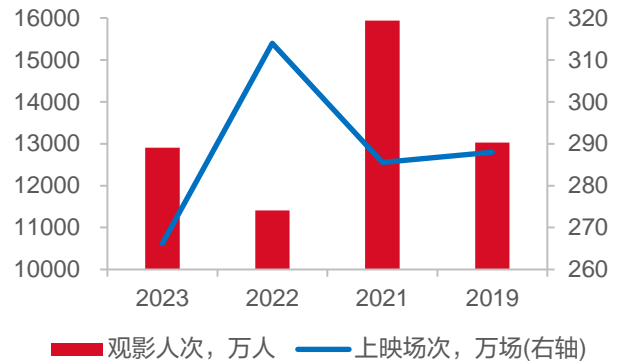
票房收入较 2019 年恢复情况较好，相比于观影人次，票价对票房的贡献量较大。经国家电影局数据显示，2023 年春节档电影票房为 67.58 亿元，同比增长 11.9%，恢复至 2019 年同期的 116%。2022 年和 2021 年春节档电影票房分别为 60.49 和 77.83 亿元，分别恢复至 2019 年春节假日同期的 103.8%和 133.6%。

图7 春节档票房收入，%



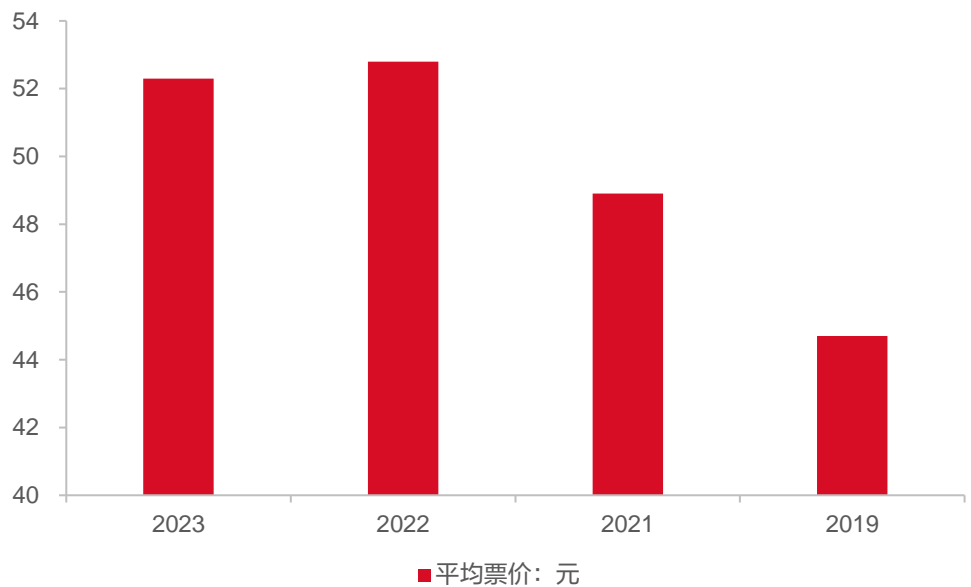
资料来源：国家电影局，东海证券研究所

图8 观影人数和上映场次，万人，万场



资料来源：国家电影局，东海证券研究所

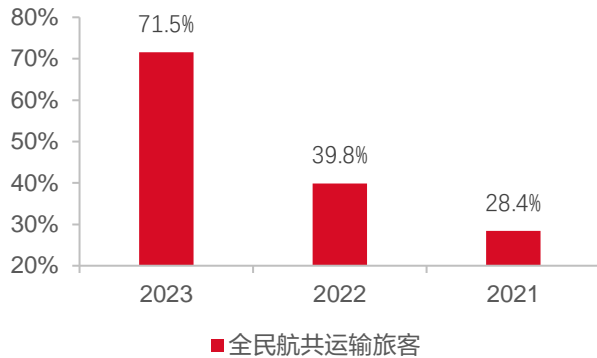
图9 春节期间平均票价，元



资料来源：Wind，东海证券研究所

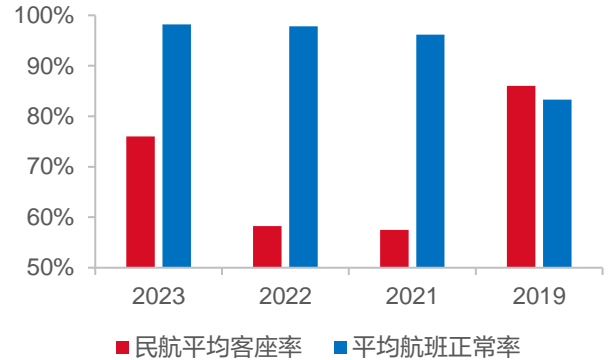
疫情政策调整后的第一个春节，航空业快速恢复。根据中国民用航空局公布的数据显示，2023年春节假期民航运输旅客900万人次，恢复至2019年的71.5%，比2022年春节同期增长79.8%；民航平均客座率达76%，比2022年增长20个百分点，航班正常率为98.2%，比2022年增长1.1个百分点。2022年和2021年春节假期分别运输旅客501万人和357万人，分别恢复至2019年的39.8%和28.4%；民航平均客座率分别为58.3%和57.5%；平均航班正常率分别为97.8%和96.2%。

图10 全民航共运输旅客，%



资料来源：中国民用航空局，东海证券研究所

图11 民航平均客座率和航班正常率，%，%



资料来源：中国民用航空局，东海证券研究所

多数旅游景点表现亮眼，接待游客数量较以往大幅增加。

1、黄山风景区：1月24日，黄山迎来客流高峰，景区接待游客34385人，创2018年以来春节假期单日接待量新高。24日景区提示，25日门票预约数量已满。

2、张家界：1月24日，大年初三，湖南张家界国家森林公园接待游客逾6万，接待人数创单日新高。

3、千岛湖：千岛湖景区共接待下湖游客9.61万人，较2019年同期增长30.9%，景区接待连创新高，连续三天突破两万大关，更打破了2017年同期9.43万人的历史纪录，创千岛湖景区建成开放41年来的春节接待新纪录。

4、杭州西湖：数据统计显示，2023年春节黄金周七天，西湖景区共接待游客292.86万人次，较上年同比增长406.77%。人气景点中，灵隐飞来峰以46.79万人次排在首位，三潭印月、动物园以17.98万人次和15.1万人次分列二、三位。

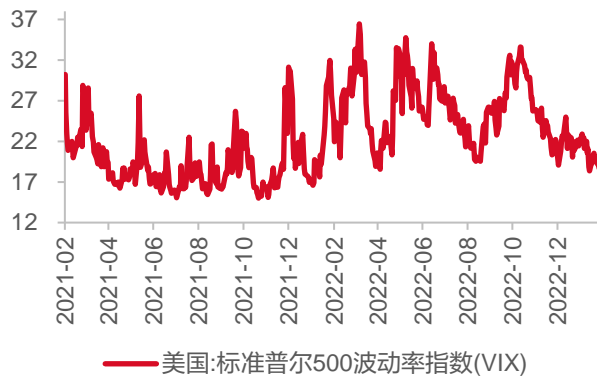
春节消费平稳增长。另外，国家税务总局1月27日发布的增值税发票数据显示，今年春节假期，全国消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长12.2%，与2019年春节假期相比年均增长12.4%，总体保持平稳增长态势。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增长16.4%、30.6%，分别恢复至2019年春节假期的73.4%、79.9%。此外，生活必需品消费保持稳定增长，春节假期，粮油食品等基本生活类商品销售收入同比增长31.5%。家居升级类商品消费增长较快，家具、五金、文体用品销售收入同比分别增长15.2%、8.6%和20.9%。

整体来看，春节消费已体现出回暖之势，参考海外的经验来看，疫情防控措施放开后，率先恢复的是此前受抑制比较明显的线下接触型消费，这一点在春节前的行情中亦有所表现。

2. 海外基本面表现良好，全球市场风险偏好回升

1月发布的海外数据显示，美国通胀顺利降温、经济下行速度偏慢，欧洲能源压力缓解、景气指数回升，增强了市场对于欧美“软着陆”的信心，风险资产重受青睐。过去一个月中，标普500、道琼斯、纳斯达克指数分别上涨6%、2.5%和11%，VIX指数自1月初高点下降至18.5%，欧洲主要股指多数回升。在国际市场risk-on和国内经济复苏预期的双重影响下，港股重拾上升势头，恒生科技指数自12月底涨超10%，收复2022年下半年以来的跌幅。外围市场形势喜人，或将利好A股。

图12 标准普尔 500 波动率指数(VIX), %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 恒生科技指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3. 国内经济: “烟火气”回归, “冬去春来”可期

多地密集出台含金量高、力度大、针对性较强的稳经济政策清单, 重点涵盖促消费、扩投资、优化营商环境、助企纾困等方面, 尽早释放政策红利, 推动经济运行整体好转。例如, 上海以助企纾困、提振消费和扩大投资为核心, 对小微企业实施税费优惠, 发放消费券和消费补贴。稳经济政策清单反映了地方政府多举措、多渠道、多层次激发经济发展活力的信心, 有助于在多种复杂因素叠加的局面下找到最佳政策发力点, 从而有力推动实体经济产能和效能的稳健复苏。此外, 相较“大而全”的政策包, 长三角多地 1 月发布的政策重点聚焦一季度, 特别是春节期间的稳岗留工和春节后的复工稳生产。

1 月制造业和非制造业 PMI 双双反弹, 均位于扩张区间, 国内经济恢复基础进一步增强。其中, 制造业生产和新订单指数环比分别上升 5.2 个、7 个百分点, 制造业生产活动和市场需求有所回升, 生产经营活动预期指数升至 55.6% 的较高景气区间, 企业对市场发展预期较为乐观; 服务业商务活动指数环比升幅高达 14.6 个百分点, 新订单和业务活动预期指数环比分别上升 14.2 个、12 个百分点, 居民消费意愿和企业发展信心明显增强。

表2 部分地区稳经济政策主要内容

地区	政策	主要内容
北京	清理隐性壁垒优化消费营商环境实施方案	1.合理放宽餐饮、连锁等业态进入限制, 鼓励有条件的体育场馆等单位引入品牌连锁便利店。 2.加快规范商圈广告、外摆、展示等事项办理流程 and 标准, 在重点商圈组织开展外摆试点。 3.优化新能源车消费环境, 形成车用新能源补给设施网络和服务体系。 4.完善新消费品牌孵化服务机制, 加快制定出台新消费品牌孵化试点基地认定和管理办法。 5.推进商圈智慧化基础设施升级。研究细化 5G 基础设施技术标准和室内分布系统建设标准, 鼓励商场物业减免电信企业有关费用。
上海	《上海市提信心扩需求稳增长促发展行动方案》	1.对符合条件的制造业、批发零售业等行业企业, 继续按月全额退还增值税增量留抵税额。 2.对新购置的纯电动汽车免征车辆购置税; 对消费者购买纯电动汽车给予每辆车 10000 元的财政补贴, 购买绿色智能家电等给予支付额 10%、最高 1000 元的一次性补贴。市、区联动发放文旅、体育、餐饮、零售等专项消费券。 3.对于因疫情影响暂时遇困的到期小微企业贷款, 鼓励延期贷款正常计息, 免收罚息; 支持具有市场引领性的创新业态, 每年奖励上限为零售 100 万元/家、餐饮 50 万元/家。 4.加快推进轨道交通等一批在建项目, 全面开工白龙港污水处理调蓄工程等一批新建项目, 加快推进上海东站等一批项目前期工作, 超前谋划外电入沪特高压直流等一批重大项目大工程。

深圳	稳增长促消费政策措施	<p>1. 出台新能源车购车补贴。购置新能源汽车可最高补贴 1 万元；实施消费电子、家电、家居等补贴的促销活动。</p> <p>2. 继续实施市属国有 A 级旅游景区免首道门票的政策。同时政府鼓励星级酒店旅游景区联合推出旅游套票活动等；联动重点购物中心开业举办主题购物活动；鼓励户外露营、旅游消费休闲。</p> <p>3. 实施“首贷户”贷款贴息；引导小微基金加大对中小微企业支持力度；加大中小微企业银行贷款风险补偿力度；对首次升规纳统且次年实现正增长的工业企业给予最高 20 万元奖励。</p>
江苏	《关于推动经济运行率先整体好转的若干政策措施》	<p>1. 对住宿餐饮、文体娱乐等行业和增值税小规模纳税人，暂免征收 2023 年上半年房产税、城镇土地使用税；对月销售额 10 万元及以下的增值税小规模纳税人，免征增值税。</p> <p>2. 设立 100 亿元规模中小微企业纾困增产增效专项资金贷款，安排贴息资金 1 亿元，用于支持中小微企业纾困发展。</p> <p>3. 继续开展餐饮促消费活动；延续实施新能源汽车免征车辆购置税政策。安排 9000 万元省级文旅产业发展资金。</p> <p>4. 扩大有效投资，加大对省级及以上重大项目建设推进力度；完善规划承诺制项目用海报批路径，加快用海审批；强化市县重大项目资本金配套。</p>
山东	2023 年“稳中向好、进中提质”政策清单（第一批）	<p>1. 鼓励银行业金融机构对受疫情影响暂时遇困的小微企业延期还本付息，免收罚息。</p> <p>2. 整合国有资产交易登记挂牌手续费、交易佣金和竞价佣金，按照 30% 以上比例降低收费标准。</p> <p>3. 对每个组别 2023 年规模以上工业增加值增速、规模以上工业技术改造投资增速排名首位的市，分别给予最高 500 万元一次性奖励。</p> <p>4. 创建 10 个工业强县，给予每县不少于 2 亿元的资金或专项债券支持。</p> <p>5. 省级财政统筹安排 5000 万元，对创新性金融服务平台及产业链核心企业给予资金奖励。</p>
浙江	“8+4”政策体系	<p>1. 实施扩大有效投资“千项万亿”工程，抓好年度 1000 项左右省重大项目，确保 2023 年完成重大项目投资 1 万亿元以上，带动固定资产投资增长 6% 以上；实施“315”创新体系建设工程，支持打造重大科创平台，加快省实验室、省技术创新中心、省制造业创新中心建设。</p> <p>2. 按照国家政策规定继续实施免征新能源汽车购置税等政策，实施“千团万企”拓市场攻坚行动。</p>
广东	《广东省培育扶持个体工商户若干措施》	<p>1. 通过降低失业、工伤保险费率，缓缴社会保险费，降低水电气及经营场所使用成本。</p> <p>2. 通过降低支付手续费提供更多信贷支持，降低融资成本。</p> <p>3. 顶格实施重点群体税收减免等政策；支持个体工商户直接变更经营者。</p> <p>4. 通过开展职业技能培训，支持个体工商户创新创业、支持退役军人创业。</p>
河南	关于印发大力提振市场信心促进经济稳定向好政策措施的通知	<p>1. 对在省内新购汽车按购车价格的 5% 给予消费者补贴，最高不超过 10000 元/台；对智能电子产品和家用电器产品消费进行补贴或开展以旧换新促销活动。</p> <p>2. 通过发放购房券、购房补贴、契税补贴等方式，支持人才购房落户和城乡居民合理住房需求。</p> <p>3. 鼓励 A 级景区、星级旅游饭店利用周末和节假日举行联游套票、门票打折等优惠活动。</p> <p>4. 在产业转型、基础设施等四大领域启动 100 个左右百亿级重大项目，聚焦现代综合交通体系、新型基础设施等 10 大领域；全力稳住房地产投资，投放“保交楼”专项借款项目配套贷款。</p> <p>5. 对增值税小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户按 50% 税额幅度减征资源税、城市维护建设税、房产税等。</p>
重庆	《重庆市稳经济政策包（第三版）》	<p>1. 对增值税小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减按 50% 征收资源税、房产税等。</p> <p>2. 对充电桩、换电站、加氢站给予建设补贴；对满足一定要求且集成电路线宽小于或等于 28 纳米的集成电路生产企业在一定时间内免征企业所得税。</p> <p>3. 对新进入重庆的批发、零售、住餐独立法人企业给予资金奖励；对知名商业品牌企业在渝开设首店，择优按照不超过投资额 40%、最高不超过 100 万元的标准给予资金奖励。</p> <p>4. 延续实施旅行社暂退旅游服务质量保证金政策，提高暂退比例；对电影行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年。</p>

辽宁

《辽宁省进一步稳经济
若干政策举措》

- 1.鼓励各地联合金融机构、平台企业等发放消费补贴；举办促消费活动，发放旅游消费券。
- 2.对评定为省级以上示范步行街给予不超过 200 万元资金奖补；对评定为省级电商直播示范基地给予 20 万元资金奖补；对年度零售额增速超全省平均水平的限上单位，奖励 5 万元以上。
- 3.鼓励二手房交易与新建商品房销售享受同等补贴支持政策。
- 4.支持中小企业流动资金贷款贴息；对农产品加工企业新上先进加工设备给予 30% 资金补助。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

国内疫情没有扩大迹象，但后续仍有待观察。中国疾控中心 1 月 25 日发表的《全国新型冠状病毒感染诊疗和监测数据概述》对 2022 年 12 月 9 日至 2023 年 1 月 23 日全国新型冠状病毒感染数据进行分析，数据显示本轮疫情在 2022 年 12 月下旬达到高峰，其后不断下降，至 2023 年 1 月下旬全国整体疫情已降至较低水平。1 月 30 日，国家卫健委称“目前全国整体疫情已进入低流行水平”。从各地情况看，各省疫情保持稳步下降态势，且春节期间疫情未出现明显反弹，我国本轮疫情可能已接近尾声，但后续变化仍有待观察。

提前返乡以及春节偏早可能导致节前供给处于较低水平，住房和汽车需求偏弱。从高频数据来看，供给方面，1 月石油沥青、汽车轮胎、螺纹钢等开工率处于低位。其中，石油沥青装置开工率自 2022 年 11 月以来持续下行，目前位于较低水平；汽车全钢胎和半钢胎开工率环比分别下降 44%、39.5%；全国主要钢厂螺纹钢开工率环比下降约 21%；唐山钢厂高炉开工率环比小幅上升 2.6%。需求方面，居民购房热情不高，乘用车销量弱于季节性。春节期间（1 月 21 日至 27 日）代表性城市新房成交规模较去年同期下降约 21%，恢复至 2019 年同期的 75%。北京、杭州、成都等多个重点城市项目到访量较去年有所增长，但观望情绪较重，实际成交普遍较少。1 月前两周，乘用车日均销量约 4.8 万辆，弱于季节性，较 2022 年同期下降约 20%。

图14 石油沥青装置开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 唐山钢厂高炉开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

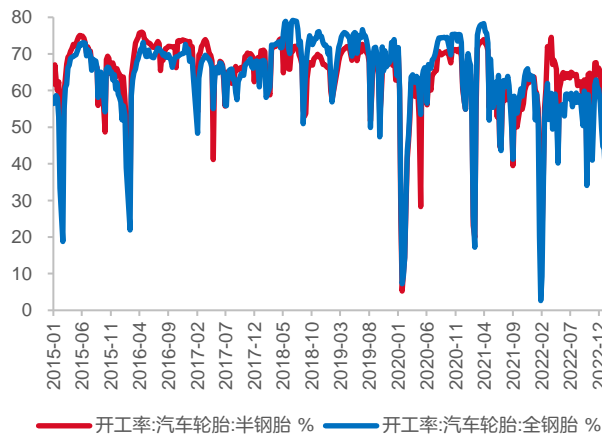
图16 主要钢厂螺纹钢开工率，%



——螺纹钢:主要钢厂开工率:全国 %

资料来源: Wind, 东海证券研究所

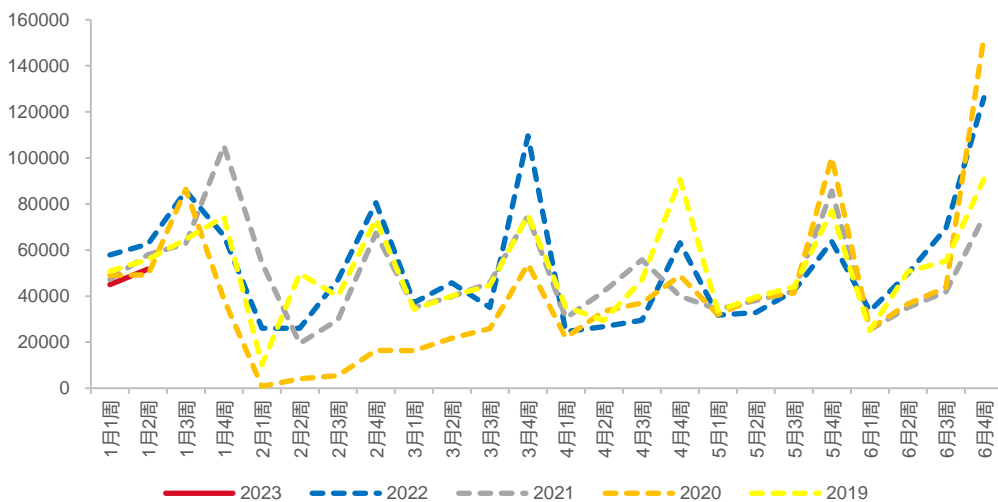
图17 汽车轮胎开工率，%



——开工率:汽车轮胎:半钢胎 % ——开工率:汽车轮胎:全钢胎 %

资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 乘用车日均销量季节性规律，辆



资料来源: Wind, 东海证券研究所

表3 2023 年春节假期部分城市新建商品住宅成交情况

城市	2023 年春节假期成交面积 万平米	较 2022 年春节假期变化	较 2019-2022 年春节假期成交均值变化
广州	0.15	-49%	-62%
上海	0.17	-	-
深圳	0.07	-	-
合肥	0.27	80%	-73%
成都	1.41	25%	25%
长沙	0.85	5%	-49%
青岛	0.4	-4%	4%

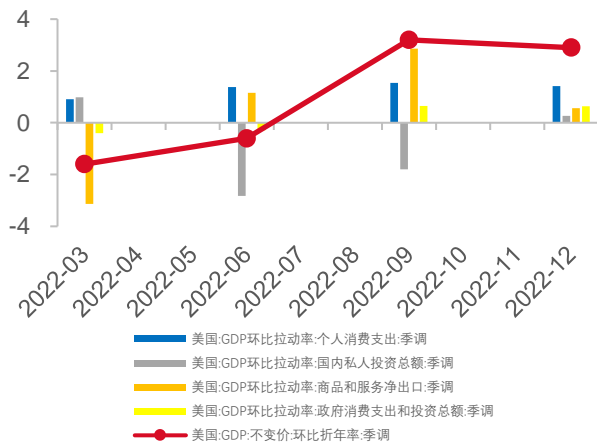
武汉	0.82	-32%	159%
济南	0.89	-34%	-27%
沈阳	0.61	-59%	-44%

资料来源：中指云，东海证券研究所

2.1.2. 美国经济韧性或导致货币政策仍不确定性，商品支出下滑可能拖累中国出口

美国经济韧性凸显，美联储货币政策仍有收紧空间。四季度美国实际 GDP 环比折年率初值为 2.9%，虽然较三季度下滑了 0.3%，但下行速度慢于市场预期。得益于就业强劲、通胀降温，四季度美国居民消费贡献率依然高达 1.42%，对经济形成重要支撑。激进紧缩的货币政策之下，美国 M2 同比增速自 1960 年以来首次转负，但从绝对值上来看，也只是回到了 2021 年四季度的水平附近，比疫情前仍高出 37%。去除通胀影响后，美国的实际 M2 同比增速 2022 年 4 月就已经跌入负值区间。结合历史数据来看，从实际 M2 增速转负，到美联储货币政策转向降息，中间可以出现长达两年的间隔，M2 增速转负不是联储货币政策宽松的充分条件。由于经济数据好于预期，且金融市场的乐观情绪也使得美联储无需顾虑流动性风险，为防止通胀反弹，美联储仍可以继续收紧货币政策。

图19 美国不变价 GDP 环比折年率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

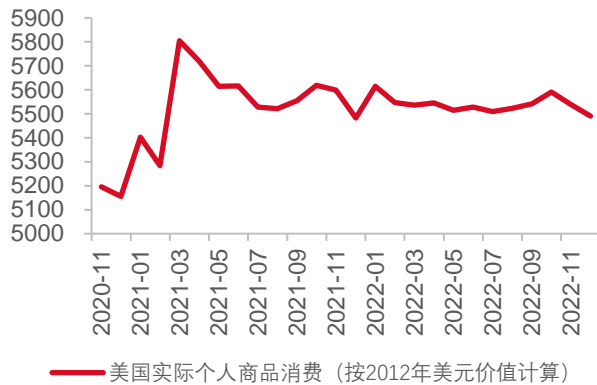
图20 美国 M2 同比和政策利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

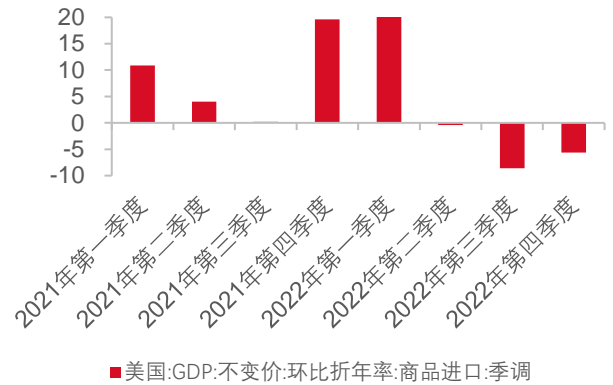
美国消费者支出放缓，对中国出口支撑或将减弱。尽管美国个人消费支出的下行趋势较为温和，但主要支撑项目为服务消费，实际商品消费从 2022 年 10 月开始显著回落，2 个月以来下降约 1.8%。美国商品进口已经连续三个月环比下跌，2022 年四季度环比折年跌幅为 5.6%。随着货币紧缩的影响逐步体现，美国个人储蓄率重新开始上升，居民商品消费可能持续下降，对中国出口的支撑或将减弱。另一方面，从高频数据来看，韩国 1 月份前 20 日出口金额同比下降 2.7%，也印证了全球需求的降温。

图21 美国实际商品消费（按 2012 年美元价值计算），十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 美国商品进口环比折年率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

此外，中美关系以及海外地缘政治局势的发展仍然影响市场风险偏好。譬如，1月30日，外交部例行新闻发布会上，发言人毛宁回应外媒提问的关于日本、荷兰已与美国达成协议，同意限制向中国出口制造先进光导体所需的设备。自拜登上任以来，对中美贸易战之际所制定的关税措施并没有取消，对高科技领域的卡脖子措施反而有所增加。

2.1.3.未来的关注点

1.仍需关注汇率影响

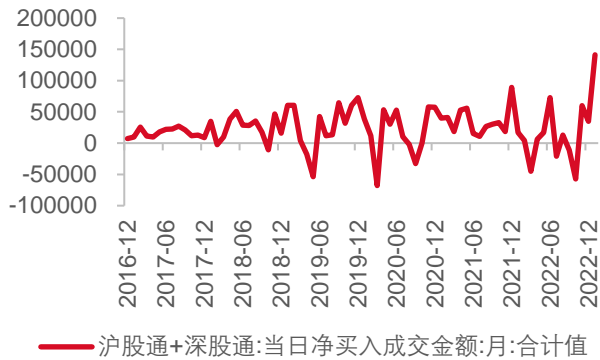
随着市场预期美联储放缓加息步伐、中国经济基本面预期向好、人民币汇率强势升值等因素的影响，外资流入明显提速。截至2月1日，年初至今北向资金净流入共1482.63亿元，较去年全年累计净流入资金900.2亿元相比大幅上涨。

成交金额并未显著放大。从成交金额来看，1月沪深两市股票日均成交金额为7901.31亿元，较12月份的7875.28亿元有所上升。整体来看，在春节前成交金额有所减少，春节后首个交易日沪深两市成交金额突破万亿。

基金发行规模下滑。根据Wind数据，截至1月30日，以基金成立日为标准，1月以来新发股票型和混合型基金数量为33只，发行份额为257.13亿份，相比12月的80只和531.95亿份相比在数量和发行份额上均有所下滑。

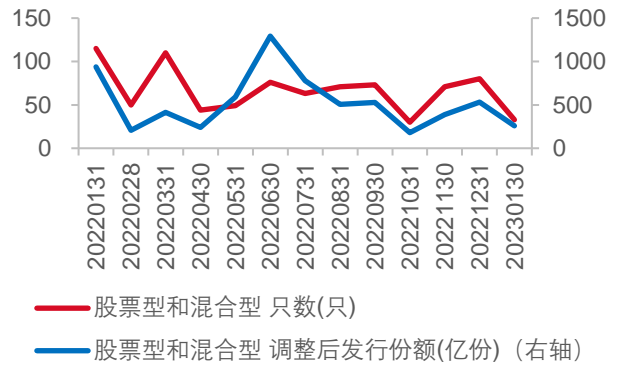
在外资大幅净买入的同时，两融余额并未明显增加。截至1月31日，融资融券余额为15357.83亿元，其中融资余额为14450.81亿元，较上月0.04%，融券余额为907.02亿元，较上月下降-5.41%；与上月同期相比，两融市场规模微幅缩小。

图23 北向资金，百万元



资料来源：上海证券交易所，东海证券研究所

图24 基金发行情况，只，亿份



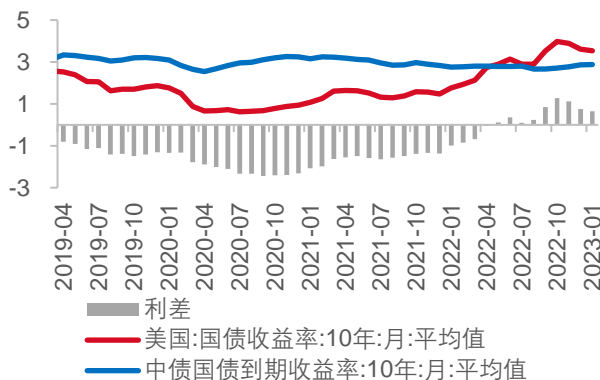
资料来源：上海证券交易所，东海证券研究所

国内疫情扰动因素减退以及美国通胀或已见顶的影响，中美利差逐步缩小。2022年10月以来，中美利差逐步收窄。1月，十年期美债收益率均值和中债国债到期收益率均值分别为3.53%和2.88%，利差为64bp，较2022年12月回落10bp。

受国内疫情防控等多项政策落地以及海外美国经济衰退预期的影响，美元指数1月明显走弱。自2022年11月以来，人民币汇率强势升值，2023年开年延续这一步调。截至1月20日，美元兑人民币即期汇率报6.77。

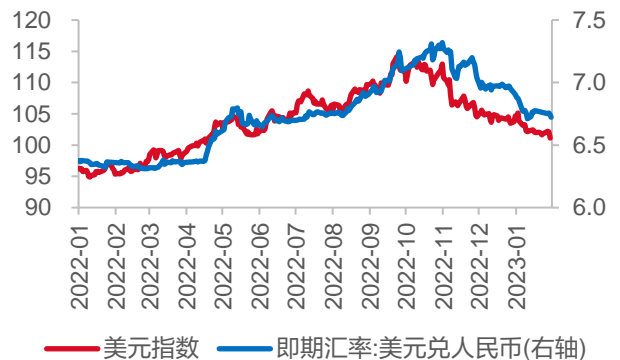
2023年开年以来，国内经济复苏预期明显提升，而海外经济仍存衰退风险预期，人民币汇率接连收复此前失地，北向资金在短期内净流入金额已超2022年全年。从已公布的数据来看，美国暂未表现出明显衰退的迹象，硬着陆还是软着陆仍存分歧。中美经济的相对强弱关系，会成为影响汇率的核心因素之一，进而影响A股。

图25 中美国债收益率以及利差，%



资料来源：美联储，东海证券研究所

图26 美元指数及人民币汇率



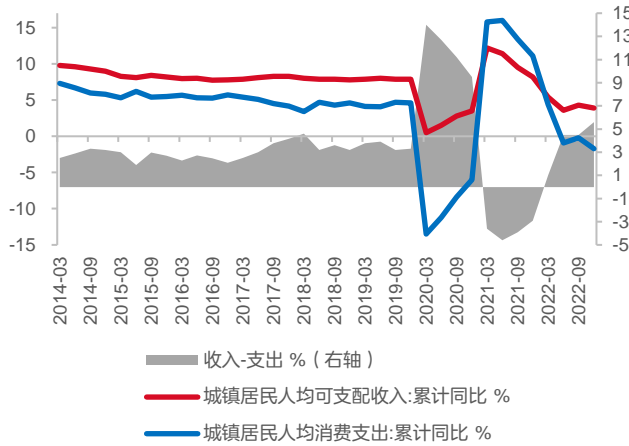
资料来源：美联储，东海证券研究所

2. 理性看待超额储蓄

2022年国内形成大规模超额储蓄。2022年居民新增人民币存款约17.8万亿，同比增长7.94万亿元，比2018-2021年平均9.5万亿的新增存款规模高出87%，2022年形成超额储蓄的主因可能有：居民收入预期受到压制、消费场景缺失和消费信心偏弱、房地产销售疲弱、理财收益回落等。其中，三年疫情管控对经济活动冲击较大，居民对未来的收入预期受到一定影响；疫情管控措施对线下消费场景的限制较大，消费者信心指数位于历史低位；

受房企暴雷、项目烂尾等因素影响，商品房销售持续低迷，居民减少购房支出；理财收益的回落促使居民减持理财产品，资金流向更加稳健的银行存款。

图27 城镇居民收入支出情况，%



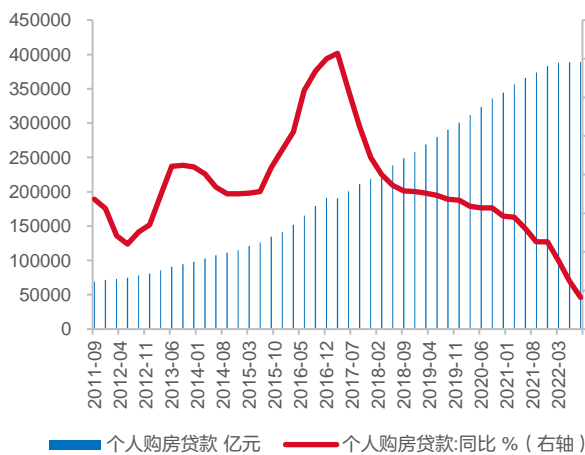
资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 居民新增人民币存款，亿元



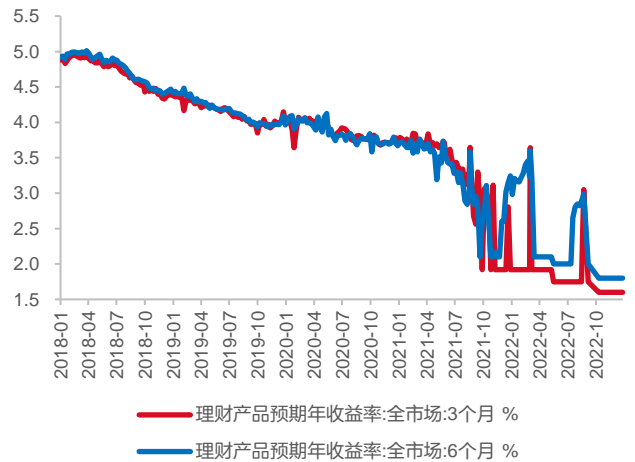
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 个人购房贷款，亿元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

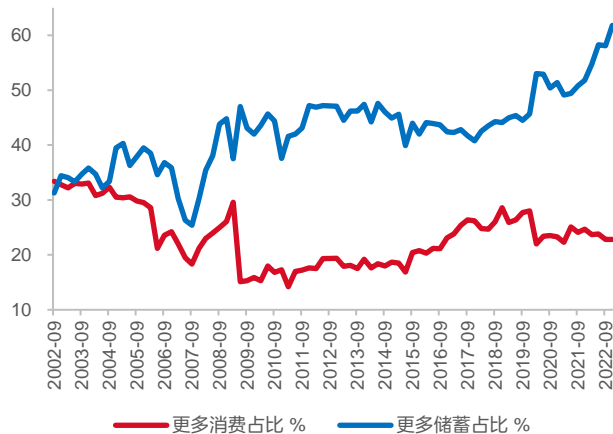
图30 理财产品收益率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

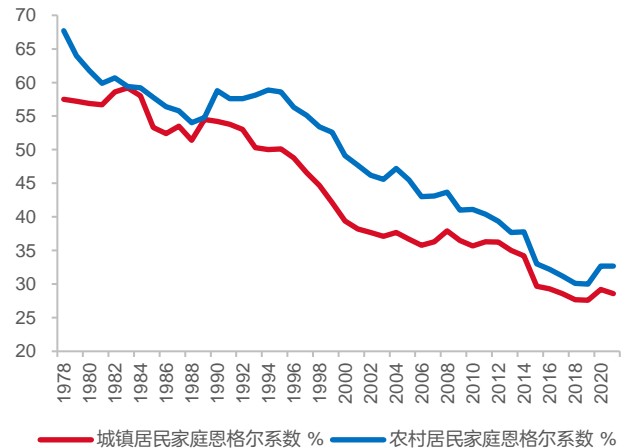
超额储蓄转化成消费在 A 股有一定预期，但目前居民的边际消费倾向没有明显转好。2022 年超额储蓄主要来自消费和投资性支出的减少，随着疫情管控措施对经济活动影响的逐步淡化，大规模超额储蓄转化为消费已有一定市场预期，但短期内超额储蓄对消费的提振也不宜过度乐观。

图31 更多消费和更多储蓄居民占比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 城镇和农村居民家庭恩格尔系数，%



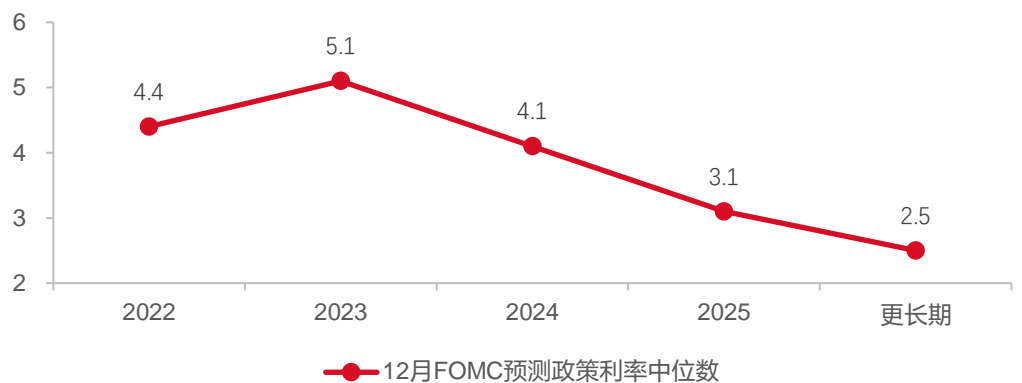
资料来源：Wind，东海证券研究所

3.海外市场的关键逻辑

美联储货币政策和美国经济衰退仍将是海外市场的关键逻辑。一方面，全球市场近几个月来持续乐观，对于美联储货币紧缩的计价可能不足。12月FOMC对于2023年政策利率的中位数预测为5.1%，2月FOMC会议未对利率指引做出调整，但联邦基金利率期货市场定价的利率终点却不到4.9%，且定价美联储2023年中开始降息，相较于美联储官方的表态明显偏鸽。风险资产上涨的逻辑在于通胀顺利回落、经济衰退，提前计价美联储政策转向，但未计价衰退带来的分子端调整。对于资产价格而言，分子端调整的幅度往往比分母端要大很多，因此软着陆对资产价格其实反而是更有利的。与市场相比，美联储更关心通胀的韧性，只要经济不急剧恶化，联储即使暂停加息，也不会轻易转向降息。随着1月通胀与经济数据的出台，多空双方围绕市场信仰与联储预期引导的博弈将持续反映在资产价格上。

另一方面，市场对于美国衰退的速度、程度和传导方式存在较大分歧，仍未充分计价。从四季度数据来看，政策利率收紧的效果才刚刚开始传导到除地产外的领域，而近期通胀和经济数据公布后资产价格的回暖也对流动性起到了一定支撑。这说明美联储仍有必要将利率保持高位。未来一段时间，货币利率的边际变化较去年更小，分子端或将成为美股市场波动性的主要来源。

图33 12月FOMC预测政策利率中位数，%



资料来源：Fed，东海证券研究所

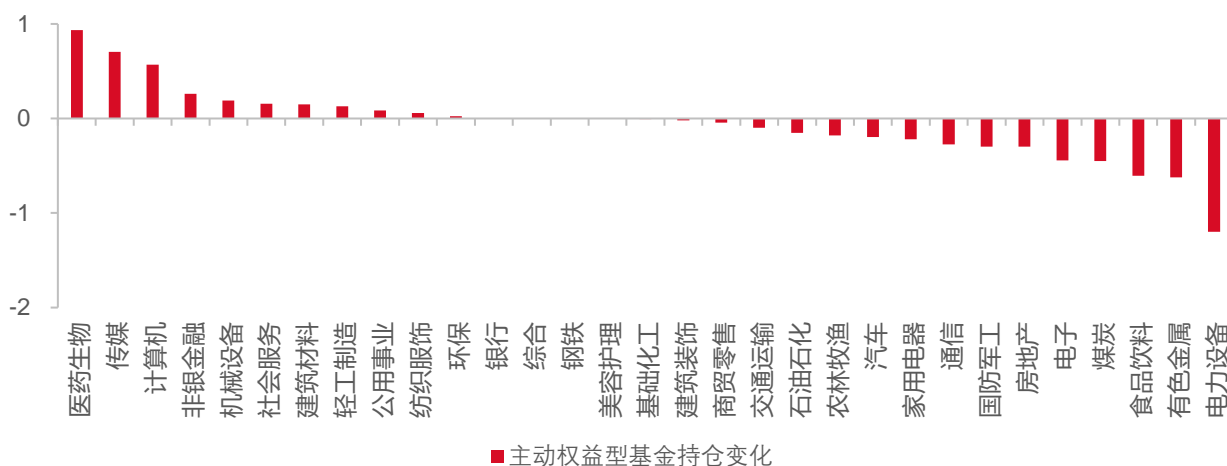
4、公募基金积极调整仓位

Wind 数据显示，截至 2022 年四季度末，全市场内地公募基金持有 A 股的市值为 5.54 万亿元，较上一季度增长 4.4%。股票资产由第三季度的 5.8 万亿元上涨至 6.2 万亿元，其中 A 股市值由第三季度的 5.3 万亿元上涨至 5.54 万亿元。四季度债券类资产市值增长率相较于三季度由 3.7% 转为 -3.93%。主动股票型基金持有市值达到 0.6 万亿元，股票仓位同步上升至 90.4%。其中 A 股达到 0.5 万亿元，分别较三季度份环比增长 3.9%、2%。四季度偏股型基金持有市值达 3.54 万亿元，仓位 84.42%，长期看呈缓上涨趋势。其中 A 股达到 3.2 万亿元，分别较三季度份环比增长 3.9%、2%。

基金持仓方面来看，电力设备、食品饮料、医药生物分列市值前三，占比分别为 16.03%、14.48%、11.57%。从持有市值占比来看，四季度主动权益型基金增配医药、传媒、计算机位居前三，而电力设备、有色金属、煤炭等行业减仓幅度较大。

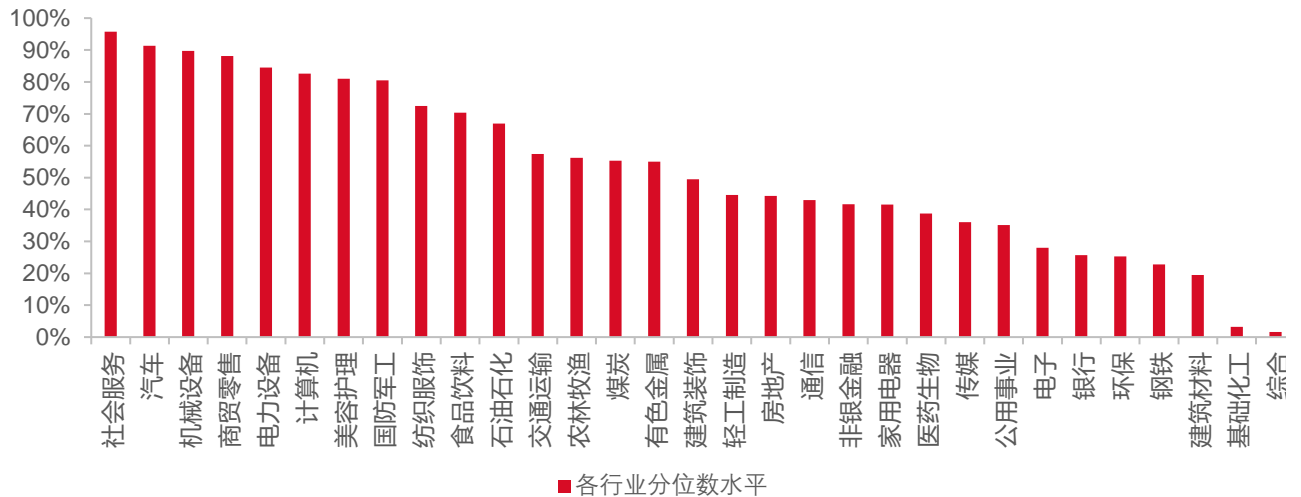
截至 1 月 31 日，从历史分位数水平来看，社会服务、汽车、机械设备、商贸零售、电力设备分别 95.77%、91.37%、89.74%、88.11%、84.53%，位列前五。有钢铁、建筑材料、基础化工和综合四个行业分位数水平位于 25% 以下。

图34 主动权益型基金持仓变化，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 各行业成交额占比 5Y 分位数水平, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.2. 技术面观点

——分析师: 王洋 S0630513040002

上证指数一月份小碎步上行, 震荡盘升。拉升中上破半年线以及年线强压力, 日线中短期均线多头排列, 指数来到中长期均线体系之上。二月份指数借此向好的技术条件, 主旋律仍或是震荡盘升的节奏。但一月份指数上涨幅度已接近 10%, 指数上方有 3354 点到 3341 点之间宽达 14 点的缺口压力位, 指数若运行到此附近的话, 短线获利盘与前期套牢盘或对指数拉升造成短线压力。所以二月份上证指数在此附近或有震荡整理预期。所以指数有可能在下有 60 周均线支撑, 上有 120 周均线压力的区间内做区间震荡。但日线中短期趋势已然向上, 指数经过适当整理后上破缺口压力位或是大概率事件。在指数短期内没有系统性回落风险的情况下, 板块个股或有轮动表现, 观察中宜重个股轻指数, 以板块、个股本身的技术条件、基本面条件为分析重点。

3. 各行业观点总结与展望

3.1. 电力设备及新能源

——分析师: 周啸宇 S0630519030001

电新板块: 产业链盈利能力回升, 看好节后板块行情

3.1.1. 光伏: 产业链价格止跌反弹, 年后静待需求放量

2 月行情主要看点: 1. 在硅料产能放量下出现产业链利润重分配变化, 重点关注一体化组件、辅材等。2. 新技术放量及盈利抬升, 关注 POE 胶膜及微逆、大储放量。3. 组件、电池片、硅片博弈开启, 关注超跌环节反弹可能性。

需求端：国内及海外装机量有望抬升。1)国内：2022 年全年装机量基本符合此前预期，新增 87.41GW，同比+59.1%；12 月新增 21.7GW，同比+8.0%，12 月占全年比重为近 4 年最低。而预计随着组件价格调整，23H1 并网抢装高峰有望延续。出口：2022 年 1 到 11 月累积组件出口为 144GW，相比去年同期成长 80%，年末疫情放开后部分企业海外抢单顺利，预计出口短期有望修复。2)国外：根据 SPE 数据，2022 年欧盟光伏装机数据 41.4GW，同比增长 54%；根据调研机构 JMK Research 数据，2022 年印度光伏新增装机量达 13.96GW，创历史新高。海外本土产能投产尚待时日，结合季节性因素消退，预计短期出口有望企稳。

供给端：前期超跌环节止跌反弹，排产数据向好。1)硅料：下游前期库存消耗将尽，新一轮刚性需求将至。1 月上半月硅料谈判和签单活跃度和积极性明显大幅回暖，节前止跌反弹迹象出现；2)硅片：前期大幅降价导致排产下降，叠加节前备货需求上升，导致硅片价格回升 20%左右。3)电池片：节前跟涨约 6.3%，组件与电池片、硅片之间博弈开启。4)组件：排产上看，春节期间组件企业保持高负荷运转，预计随着博弈明朗化出货有望上升。

建议关注：1) 福斯特：1) N 型加速，POE 胶膜即将放量，公司在 POE 胶膜方面具有一定优势；2) 硅料拐点下成本压力有望减弱，实现量利齐升；3) 公司作为胶膜龙头，供应链、成本管控等高于行业平均水平。**2) 爱旭股份：**1) 电池片仍是产业链瓶颈，目前博弈较为强势，随装机量上升供需格局有望持续；2) 公司作为电池片龙头，随着 ABC 电池出货及近期价格修复，有望获得盈利。

3.1.2. 新能源汽车&锂电：需求下滑影响可控，电池盈利拐点将至

电池产业链更新：1) 锂盐：供给端：低温导致盐湖端厂家减量明显。需求端：终端需求下滑，各厂商采购订单减少，预计锂盐价格仍有下降趋势。2) 正极：材料整体价格及加工费呈下降趋势，单吨毛利有上行趋势。3) 负极：原材料端：近期石墨化价格下降至低点，上游焦类产品价格也有下行趋势，盈利改善。4) 隔膜：近期各厂商涂覆膜占比增加，产能利用率提高，盈利情况较好。5) 电解液：溶质生产成本已降至成本线，电解液单吨净利见底。

建议关注：1) 亿纬锂能：锂电龙头企业。1) 动力领域：公司大圆柱产品拥有优异的安全性和更高的能量密度，产能布局行业领先，公司 46950 系列产品能量密度达 350Wh/kg，采用超高镍和硅基负极材料，9 分钟快充，已获得宝马等头部车企认可。远期规划：到 2025 年大圆柱产能规划超 100GWh，动力产能规划超 200GWh。2) 储能领域：目前公司储能市占率约 7%，位居全球第三，目前已与多家龙头企业合作。此前公司推出新型储能电池，具备更高的容量、更优异的循环次数，可大规模用于储能市场，预计 2024Q2 交付。远期规划：到 2025 年储能电池产能超 100GWh。**2) 骄成超声：**1) 超声设备龙头。公司超声波极耳焊接设备成功打入龙头企业供应链，是宁德时代、比亚迪新增产线的主要供应商，在当前锂电池大幅扩产下，能够有效保障公司业绩。2) 公司目前已经成功研发超声波滚焊设备，是复合集流体极耳焊接工艺的的必要设备，随着复合集流体渗透率的提升，超声波滚焊设备有望进一步提升公司收益。**3) 传艺科技：**1) 钠电项目一体化进展较快，2023Q1 项目达产，其中包括电芯 4.5GWh、正极 4 万吨、负极 3.6 万吨、电解液 10 万吨，二期 8GWh 项目紧随其后；2) 公司送样产品反馈较好，目前已确定 2 GWh 电芯订单，预计 2023Q2 量产出货，剩余产能市场广阔；3) 公司拥有多名核心科研人员，团队具备丰富的研发经验，技术储备及产品性能行业领先。

3.1.3. 风能：新年招标量高企，中标价格小幅波动

国家能源局数据显示，2022 年全国全年风电新增装机量 37.63GW，同比下降 21%，12 月新增装机量 15.11GW，同比下降 34%。从统计数据来看，2022 年全国累计招标量约 90.20GW，其中陆风约 75.58GW，海风约 14.72GW。截至 2023 年 1 月 29 日，1 月陆风累计招标量约 9.76GW，海风约 1.80GW。1 月以来，陆风方面，含塔筒中标价格区间为 1965

元/kW 至 2315 元/kW；海风方面，含塔筒中标价格区间为 3701 元/kW 至 3921 元/kW。总体来看，2023 年 1 月风电招标量高企，迎来了行业“开门红”，陆风持续平价化，海风价格小幅上扬。我们认为，随着疫情对行业的影响逐步消退，上游企业产能恢复、下游运输及安装效率回暖，23 年全年招标量及新增装机量有望超预期。

“碳中和”目标下，风力发电作为可再生能源的重要组成部分，风电设备行业有望维持高景气度。国补退潮，风电进入平价时代，板块周期属性减弱，成长属性凸显。整机厂商：（1）欧洲能源价格高企，国外厂商面临成本压力。国内大型化趋势下降本功效显著，国内外风机价格差距逐步拉大，有望占据更多海外市场份额。（2）沿海各省市“十四五”海风规划近 150GW，预计 2023 年海风招标有望超 20GW，叠加地补接力国补，海上风电发展有望提速。（3）漂浮式是深远海海风机组发展趋势，半直驱机型相较双馈、直驱机型具备故障率较低、体积较小、运输安装便捷等优势，更契合深远海海上风电需求。轴承：（1）欧洲能源价格高企、供货能力下降，有望加速轴承国产化进程。（2）国内风机装机量稳步上升，深度绑定风机龙头企业的轴承厂商能有效加快主轴轴承研发效率，具有技术先发优势。

建议关注：1）明阳智能：公司半直驱技术行业领先，相继推出世界最大半直驱机组、亚太地区首台商业化运营的漂浮式风机、全球首创的双风轮结构机组。产品覆盖范围较广，且有较高毛利率。**2）新强联：**2019-2021 年轴承国产化率分别是 10%、15%、47%、32%。主轴轴承国产化进程空间较为广阔，叠加装机量的不断提升，对公司业绩形成良好支撑。同时公司正在扩建新的产能，后续有望放量。

3.1.4.氢能：政策助力氢能发展，燃料电池车有望放量

政策端：国家能源局印发《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》，构建电力与氢能等二次能源互通体系；全国电力储能标委会成立水电解制氢/燃料电池等储能标准化工作组，推进氢储能标准化；甘肃省，推动建设“一个氢能走廊，两个示范区，两个基地”；青海省，到 2025 年，建设绿电制氢示范项目不少于 5 个，燃料电池车运营数量不少于 150 辆，矿区氢能重卡不少于 100 辆，建设 3-4 座加氢示范站；郑州市，计划 2023 年推广氢燃料电池车 690 辆以上；开封市，建设中原氢能走廊兰考基地电解水制氢等 5 个项目。

应用端：浙江天能与山西格润签订 118 台氢燃料电池发动机采购框架协议；雄韬氢雄配套的 10 辆氢能公交车在张掖投放使用；北汽福田在北京昌平规划自主燃料电池发动机生产线；平湖市新投放运营氢能源公交车 9 辆；东方氢能、亿华通、新研等获批成都 2023 年氢车示范牵头单位。

据中汽协数据，12 月我国燃料电池汽车销量共计 1249 辆，同比上升 230.4%，环比增长 70.9%，创历史新高。2018 年-2022 年，我国燃料电池汽车上险口径销量分别为 687 辆、3188 辆、1500 辆、1881 辆和 5009 辆。2022 年全年，亿华通配套燃料电池系统销量共计 946 辆，位居榜首，其次是重塑 859 辆、广东鸿力 593 辆和捷氢科技 548 辆。我们认为，随着全国各地对氢能产业发展、规划政策的不断推出，上游制氢端设备技术更新，零部件相关企业产能释放，2023 年或将成为燃料电池车爆发元年。

建议关注：1）亿华通：实现 A+H 股同时上市，现金流有望得到缓解。2022 年全年，燃料电池电堆出货量位居行业榜首。**2）美锦能源：**参股公司国鸿氢能赴港上市，子公司佛山飞驰汽车 2022 年全年上限数量为 538 辆，位居行业前列（2022 年全年，宇通和北汽福田为我国燃料电池汽车上险口径销量前二，上险销量分别为 804 辆和 659 辆），对公司氢能源业务发展形成支撑，有望加速推动公司清洁能源业务转型。

3.2.大消费

——分析师：丰毅 S0630522030001

3.2.1.消费趋势：春节消费亮眼，看好消费复苏

(1) 春节消费旺盛，复苏进度亮眼。据文化和旅游部数据中心日前测算，2023年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。其中北、上、广春节地铁客运量分别修复至2022年春节的116%、78%、127%。**(2) 坚定看好长线复苏，关注短线风险。**机会方面：①**从疫情政策角度**，本月初“新十条”发布后，疫情政策进入趋势性优化阶段。短期来看，“疫情二次冲击”不仅逐步落地，春节消费旺盛，Q2后预期迎较强复苏。②**从消费长线政策方面**，国务院近期印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，提出“加快培育内需体系”、“促进形成强大国内市场”、“支撑畅通国内经济循环”、“全面促进消费，加快消费提质升级”等内容，进一步提升消费长线信心。③**时序**：结合复苏痛点、基数、疫情影响逐步减弱的趋势，我们认为2023年Q1末、Q2餐饮复苏脚步望加快，Q3遇高峰，随后进入平稳阶段。④**顺序**：结合疫情弹性，我们认为啤酒、速冻及预制菜、白酒、乳制品将先后复苏，而零食龙头望继续竞争格局优化，生产型龙头有望继续维持高增，并在疫情优化后可能迎部分加速。**风险方面**：①**尾部干扰**：以白酒为主的部分板块受疫情影响当下库存较高，消化仍需时间，Q4、Q1部分公司业绩仍有望迎波动风险。②**挤压影响**：基于大量数据观测，消费回升过程中，往往受到消费内外支出挤压影响，尤其在收入提升幅度受限的过程中（我国工业企业利润自7月起进入趋势性负增长阶段，人均收入趋势往往滞后1-1.5年表现），可选消费可能受到住宅支出、必选消费带来的“挤出效应”。部分行业Q3、Q4谨慎相关风险。

3.2.2.食品饮料：白酒优选龙头，长线看好餐饮产业链

白酒：春节消费超预期，关注地产酒及高端酒

(1) 整体看：1) 假期前三日，北京重点监测的19家餐饮企业(全聚德、东来顺等)堂食49075桌，同比增长1.1倍，外卖5万余单，同比增85%；上海市堂食订单量同比增长240%，春节消费超预期。2) 交通运输部分分析研判，2023年春运期间客流总量望达20.95亿人次，同比增长99.5%恢复至2019年同期的70.3%，其中返乡客流占55%，务工、旅游、商旅分别占24%、10%、10%，返乡客流拉动低线城市消费。根据支付宝数据显示，三线及以下城市消费金额同比增长接近20%，超过一二线城市，地产酒持续收益。**(2) 分层看**，高端酒在春节期间表现较好，送礼需求持续推动销量增长，整体库存表现稳定，其中五粮液反馈最好，库存去化明显。地产酒方面受益于返乡潮的带动，安徽、江苏的区域名酒销售情况较为理想，同时去库存表现也较好。次高端表现一般，大部分酒企去库存不理想。但由于今年春节较早叠加疫情放开时间接近春节，商务宴请和年会预计将在节后将有回补，次高端白酒或将有所表现。建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒等。

啤酒：高端化升级叠加成本压力，行业再迎提价

(1) 行业方面：①**长期来看**，存量竞争中赛点为把握高端化升级趋势。2018年-2021年啤酒销售收入CAGR+7%，其中产量CAGR-2%，单价CAGR+9%（假设销量同产量），收入主要由价格助推。我们认为，量稳价升的存量竞争中，各大厂商比拼的是销售渠道和产品组合的持续优化，而高端化则为竞争制高点，助力企业扩宽市场份额，增强盈利能力。②**短期来看**，1>春节动销加快。春节返乡，餐饮端消费场景快速恢复，动销有望明显提升。2>成本压力主要来自大麦，迎行业性提价。受俄乌冲突影响，大麦进口价格持续上扬，对成本

构成一定压力。继百威啤酒、重庆啤酒去年提价，我们预期今年各家公司针对部分产品局部区域仍有新一轮提价动作。**(2)公司方面：①2022 业绩：**青岛啤酒全年销量整体增长约 2%，白啤增长 40%+，经典增长接近 10%。燕京啤酒全年销量略增，U8 实现 40 万吨、超 8 亿瓶的销量（+50%），是国内啤酒行业近三年增速最快、表现最强劲的大单品之一。重庆啤酒全年销量略增，乌苏全年销量接近持平。**②多家公司发售新年限定款：**青岛啤酒上架“兔年生肖罐”青岛啤酒，朝日啤酒上架“新年限定罐”。建议关注**青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。**

3.2.3.非白酒食饮：关注零食、速冻及预制菜行业

据中国烹饪协会数据，除夕至正月初六受访餐饮企业营业收入同比上涨 24.7%，与 2019 年春节相比上涨 1.9%；客流量同比上涨 26%，与 2019 年春节基本持平，餐饮消费迎来强劲复苏。我们继续看好零食、预制菜等确定性板块。**(1) 零食龙头迎变革持续看好。**目前零食赛道因近十年消费渠道持续变革，导致白牌以及渠道型龙头占尽先机，行业集中度持续下降。目前正在进入生产型龙头逐步替代渠道型龙头的过程中，我们预计该过程可能持续 3-5 年。行业核心龙头盐津铺子以及劲仔食品均通过一年左右的产品改革，逐步打开渠道空间，持续看好。**(2) 关注速冻及预制菜长期趋势。**短期来看，一方面春节餐饮消费迎来强劲复苏，另一方面安井食品、三全食品等发布部分产品提价通知，行业有望充分受益短期疫情优化；**长期来看**，因便利性、标准化刚需、地域保护（较远区域需重新建厂建渠道），结合冷链物流运力提升，B 端渗透率提升长期趋势不可逆。较低的教育成本叠加短期成本回落，C 端盈利稳健。预制菜板块投入产出比高于其他新消费行业，目前仍处初期，重点关注。**重点关注安井食品、绝味食品、味知香、干味央厨、立高食品等。**

3.2.4.美容护理：产品力为核，关注龙头企业表现

化妆品：看好国货龙头企业发展前景，产品力为核。

化妆品：(1) 需求端有望逐步回暖。2022 全年化妆品零售总额同比下降 4.5%，其中 12 月单月受到 11 月双十一大促虹吸影响表现较差，同比下降 19.3%。目前疫情整体恢复较快，叠加扩内需政策的逐步推进、线下社交的增加，化妆品需求有望进一步提升，一般来说，1-2 月为化妆品消费淡季，我们认为 3.8 大促有望带来第一波化妆品销售回暖。**(2) 把握新机遇，打造品牌矩阵，关注功效性护肤。**国货品牌形象不断提升，国货品牌开始通过纵向大单品迭代促进品牌长青发展，同时横向衍生产品系列，打造品牌矩阵，促进品牌知名度、产品力加强，建议关注珀莱雅、华熙生物。此外，国货品牌聚焦细分赛道，在功效性护肤领域发力，目前贝泰妮已成为中国功效性护肤品龙头企业，运用云南本土原料打造品牌。

医美：看好医美龙头企业发展。

医美：(1) 需求端存在韧性。中国医美目前渗透率仅为韩国的 1/4、美国的 1/2，未来有望进一步提升。同时，轻医美的“见效快、操作易、轻恢复期”等特点推动轻医美相较于手术发展速度更快，预计 2030 年有望领占 65% 的中国医美市场。近期中华医学会医学美学与美容学分会发布《新冠疫情时期整形美容医疗风险管控指导意见》提出禁止对新冠阳性和康复中患者实施任何医美项目，并且新冠转阴 4 周内患者，慎重实施中小医美项目。此意见的出台短期内或对医美需求产生一定的影响，但需求端存在韧性，整体来看只会递延而不会消失，随着疫情逐步好转，线下场景的恢复，2023 年医美整体市场需求有望恢复。**(2) 中长期看好龙头医美企业机会。**医美赛道产品众多，拥有核心产品、合规管线丰富是公司突出重围的重要助力。我们推荐关注合规产品线丰富的龙头医美企业爱美客。下游机构方面，医美机构受疫情影响业绩波动更大，部分中小医美机构关门倒闭，资源向大型机构集中，未来随着人流恢复，大型医美机构业绩较上游企业弹性更大。推荐关注受益标的朗姿股份。**(3) 中下**

游美容健康连锁龙头港交所上市。按 2021 年收益计，美丽田园是中国最大的传统美容服务商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。公司旗下具备多产品线，满足多重需求，拥有美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源四大品牌。同时客户粘性高，截至 2021 年底，公司直营、加盟店活跃会员分别为 7.7 万名和 2.8 万名。此外，公司广泛布局线下门店。截至 2022 年 6 月末共合计 352 家门店，覆盖了约 100 个城市，大多数位于一线/新一线黄金地段，客流量高。

3.3.资源品及周期

——分析师：谢建斌 S0630522020001

分析师：吴骏燕 S0630517120001

分析师：张季恺 S0630521110001

3.3.1.石油石化：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期

G7 对俄罗斯原油价格限制即将施行，市场原油价格预期走低；高通胀及海外加息背景下，石油需求或将被抑制；但长期资本开支不足、美联储加息收紧流动与 OPEC+控盘多方博弈下，油价长期处于相对高位，中枢下移。上游资本开支出现边际松动，油服板块有望长期受益。

油价疲态显现。对全球经济衰退的担忧逐步传导至原油，一度在去年 12 月 9 日的一连串下跌中刷新 2022 年以来的新低 70.08 美元/桶。2023 年以来 WTI 原油维持震荡上行趋势，于 1 月 27 日收于 79.38 美元/桶。根据 EIA 数据，美国炼油能力在 2022 年初降至 2014 年以来的最低水平 1794 万桶/日，2023 年 1 月 20 日当周，美国炼厂吞吐量为 1498.1 万桶/日，开工率 86.1%，受暴风雪停工影响，今年截至目前美国炼厂一直保持在 85%左右的利用率波动。由于部分炼厂计划顺水推舟提前进入检修抬升成品油价格，以弥补停工带来的损失，预计今年整体开工率要低于 2022 年。伊朗计划新年以 85 美元/桶的价格出售 140 万桶/日的原油，草案已于 1 月 22 日通过，并将于三月开始的伊朗新年实施。根据 OPEC 数据，伊朗在 2021 年的原油出口量为 74.6 万桶/日。预计 WTI 原油在 2023 年的均价为 77 美元/桶，2024 年为 72 美元/桶。

上游资本开支纪律性出现边际松动。截至 2023 年 1 月 20 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/日，同比零增长。同期，美国钻机数 784 台，较去年同期增加 167 台；其中采油钻机数 613，较去年同期增加 122。整体工作钻机数及原油增产均动能不足。根据 EIA，预计 2023 年美国原油产量为 1240 万桶/日，2024 年则为 1280 万桶/日，将超过 2019 年 1230 万桶/日的高点。增加的产量主要由二叠纪和墨西哥湾贡献。2023 年，二叠纪原油产量将增加 47 万桶/日至 570 万桶/日，2024 年产量将继续增加 35 万桶/日。二叠纪新天然气管道的建成将使生产商能够将更多与原油（伴生天然气）一起生产的天然气运输到市场，从而消除对原油生产的潜在限制。同时，墨西哥湾原油产量在 2023 年将增加 12 万桶/日，2024 年增长则可以忽略不计。预计二叠纪产区平衡油价为 50-54 美元/桶。

天然气价格出现超预期下跌。自由港液化天然气公司于 1 月 26 日获得美国联邦能源监管委员会的批准，开始对设施的管道系统进行冷却，预计运营商重启液化天然气生产的工作最早将延长至 2 月。自由港计划在 11 天内完成管道冷却工作，截至 1 月 26 日，美国原料气的需求为 12.8 Bcf/日，当自由港恢复完全运营，需求将会增加 2 Bcf/日。1 月 26 日，西北欧交付的液化天然气对亚洲现货价格的折扣扩大，原因是法国核电在大西洋货运市场供过于求的情况下经过长时间停运后重新启动。虽然欧洲部分地区天气变冷，但天然气库存受此

前暖冬影响依然十分充足，库存量约有 80%。1 月 26 日，西北欧 DES 天然气 3 月合约价格为 15.37 美元/百万英热，TTF 基准为 17 美元/百万英热，相较于去年年底高峰已下跌过半，而美国墨西哥湾现货 1-2 月前现货价格为 13.95 美元/百万英热。

我国能源产需结构独立性改善，整体需求有所下降，2022 全年燃料油出口下降。2022 年，生产原煤 45.0 亿吨，同比增长 9.0%。进口煤炭 2.9 亿吨，同比下降 9.2%；生产原油 20467 万吨，同比增长 2.9%。进口原油 50828 万吨，同比下降 0.9%；加工原油 67590 万吨，同比下降 3.4%；2022 年，生产天然气 2178 亿立方米，同比增长 6.4%。进口天然气 10925 万吨，同比下降 9.9%。根据 1 月 28 日海关总署数据，2022 年我国燃料油出口总计 1804 万吨，同比下降 6%。其中 12 月出口环比增加 5%，但同比仍下降 5.6%。

重点推荐：国际石油公司偿还负债后进入上游资本开支扩张周期，油服行业龙头将会持续受益：中海油服、海油工程。

3.3.2.化工：攻守兼备，稳预期与先布局

我们跟踪的化工产品中，本月价格涨幅前五的产品是丁二烯(20.22%)，BDO(15.27%)，己二酸(10.31%)，TDI(8.2%)，甲苯(7.07%)。本月价差涨幅前五的产品是 R134a(369.86%)，R32 (83.2%)，双酚 A (17.19%)，MDI (14.7%)，己二酸 (14.52%)。

从板块横向对比来看，截至 1 月 20 日，基础化工板块共计 109 家上市公司发布业绩预告，其中归母净利润实现正增长的共计 61 家，受益 2022 年农化景气高升，农化制品的钾肥、氮肥、磷肥增速显著，农药略增，食品及饲料添加剂也表现突出。化学制品板块，聚氨酯、胶粘剂、氟化工、碳纤维普遍表现良好，塑料板块中聚酯瓶片上市企业普遍预喜。业绩预减板块主要集中在地产链相关的塑料制品及纺织化学品板块，另外，部分上市企业亦受疫情及部分地区（例如四川、贵州）能耗双控等影响较大，导致开工率较低，影响生产经营。

从预期恢复角度来看，地产链今年或将有所分化，相较开工施工端，保交楼措施下竣工端的确性更强，建议关注竣工端化工品的机会，包括聚氨酯、纯碱、钛白粉、PVC、化纤等细分领域。

低库存+低原料成本+低海运费+低利润基数的背景下，一季度轮胎行业有望迎来盈利环比和同比改善。叠加消费出行、物流基建工程的复苏，预计全钢胎及工程胎需求实现复苏。建议关注新产能较快释放的赛轮轮胎。

随着三代制冷剂配额争夺结束，近一个月来三代制冷剂 R32 和 R134a 价格维持，厂家降负荷的同时，R32 和 R134a 价差上升明显，目前分别为-257 元和 2130 元，看好三代制冷剂生产厂家在配额落地后的业绩回升表现。建议关注三代制冷剂占比较高的永和股份以及氟化工龙头巨化股份。

从成长角度来看，继续看好风电产业链和 POE 新材料的表现。2023 年全国能源工作会议提出“要加强风电太阳能发电建设，2023 年风电装机规模达到 4.3 亿千瓦左右，太阳能发电装机规模达到 4.9 亿千瓦左右。同时根据每日风电不完全统计，2022 年 1-12 月国内风电项目中标规模累计已经达 103.27GW，在此背景下，2023 年起国内风电项目或迎来集中落地，建议关注化工相关领域投资机会。POE 材料 2023 年供需缺口或依然较大，国产替代空间也大，建议关注研发及试产走在前列的相关企业。

建议关注标的：荣盛石化、万华化学、龙佰集团、卫星化学、云天化、赛轮轮胎、濮阳惠成、苏博特、巨化股份、永和股份。

3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

陈成 S0630522080001

伍可心 S630522120001

年初以来，医药生物板块表现良好，板块整体情绪回暖明显。疫情方面，春节假期期间全国各地疫情形势总体呈进一步放缓趋势，预计这轮疫情的影响正接近尾声，近期先声药业和君实生物的小分子新冠药获批，国内新冠药物治疗保障性不断提升。政策方面，2022 年医保谈判结果总体符合预期；口腔种植体集采开标，价格降幅符合预期；第八批国家药品集采开始报量。从政策边际变化上看，药品和耗材集采规则逐步成熟，产品降幅趋于温和，在压缩渠道销售费用的同时，更加兼顾企业的创新与高质量发展，医保基金的良好支付能力也为行业稳健增长奠定了基础。2023 年医药生物板块有望整体回归到常态稳定良好的增长态势，行业政策边际改善有望带来板块估值的进一步提升，医药生物板块有望实现业绩和估值的双击。重点关注创新药链和医疗消费的相关细分子板块及个股。

创新药链板块：近期创新药领域利好频出，年初在美国举办的摩根大通医疗健康大会（JPM）中，国内头部创新药企积极参与，对未来几年在创新药领域的快速发展表现出积极乐观态度；在坚定的创新转型、持续的研发投入下，我国创新药行业正迈向高质量发展新阶段；经过短暂的投融资市场遇冷和前期较长时间的调整，创新药板块正逐渐回归到主流投资热点。CXO 板块作为创新药产业链卖水人，随着创新药投融资逐渐回暖，海外地缘政治风险担忧缓和，行业景气度有望进一步提升。建议重点关注：恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、荣昌生物、康龙化成、凯莱英等。

医疗消费板块：随着各地新冠感染人数陆续达峰回落，疫情影响得减弱，常规医疗消费复苏态势更加明确，普通门诊诊疗和住院手术人次整体将呈逐步恢复态势，前期受压制的医疗服务消费需求有望加速释放。此次口腔种植体集采降价温和，民营医疗机构积极参与，口腔种植渗透率的提升有望为相关医疗机构拓客引流。常态化后，四类药品等相关产品将成为居家必备，处方外流、双通道、DTP 药房等逻辑将进一步兑现，零售药店龙头有望持续受益。建议重点关注：国际医学、爱尔眼科、通策医疗、益丰药房等。

3.5.TMT

——分析师：周啸宇 S0630519030001

电子板块结论：LCD 面板周期底部明显，2023 年行业复苏在即

复盘 LCD 面板产业循环周期历史，当前 LCD 面板行业正逐步走出底部，2023 年行业复苏在即，其主要逻辑是：**1）从行业格局看**，2023 年全年，行业集中度将向中国面板厂商靠拢，中国 LCD 产商产能占比超 60%，控产控价能力将进一步提升，盈利能力有望逐步修复。原因是韩系厂商（三星、LG）在韩 LCD 面板产线退出完成，台资厂商 LCD 产能转 IT 决心坚定，行业产能供给和市场竞争改善明显，京东方、TCL、惠科，全球市占率超 60%（CR3 预计在 61%-65%）。**2）从价格看**，自 2023Q1 开始，面板价格有望上行，Q2 将迎来盈利拐点。在 2022 年 LCD 面板全行业普亏状态下，我国头部 LCD 厂商依托产能优势，改变以往满产满销运营的模式，创新转变为市场价格导向定产能的生产模式。有望使 LCD 面板价格逐步回归至盈利上方运行。**3）从产能规划看**，至 2025 年，全球 LCD 面板几乎无新增产线，

产能增量主要以扩产为主，整体增速几乎接近零。在未来可见的 3 年规划中，产能增量主要来源于 TCL 广州 T9 产线以及深天马 TM19 产线，3 年增量 CAGR 仅为 1% 左右。4) 从需求端看，大尺寸化趋势延续，OLED 手机需求增量充沛，行业需求增量大于供给总量。初步测算，2022 年至 2025 年，面板出货量维持在 1-2% 的增速，面板需求 CAGR 将维持在 4% 以上，需求增量超过产能增量。5) 从显示技术路线看，在未来的 5-8 年内，LCD 依旧是绝对的主流。OLED 的应用仍将以小尺寸为主，如做大尺寸的 OLED，则需投资巨额资本，因此 OLED 和 MiniLED 对 LCD 构成的替代威胁预期可控。6) 从面板行业估值看，目前行业整体处于低估状态。从历史数据来看，一是面板厂商的 PB 接近 1 倍时，二是面板价格跌破了现金成本时，面板行业具有底部触底的明显特征，其估值修复确定性较强。

综上所述，当前面板行业周期底部特征明显，2023 年行业复苏在即，建议关注受益于 LCD 面板行业复苏的面板龙头京东方 A 和 TCL 科技。

3.6. 高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

3.6.1. 家电：地产链估值有望逐步修复，新业务及新品类具备成长潜力

扩内需与稳地产有望成为未来政策重点，家电行业将受益。《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035 年）》提出，促进居住消费健康发展，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制，完善住房保障基础性制度和支持政策，完善长租房政策，促进家庭装修消费，增加智能家电消费，推动数字家庭发展。家电行业是社零的重要组成部分，同时家电升级换新也与绿色低碳的发展趋势相符，所以家电品类仍有望是促消费的重点领域。此外，随着保交楼措施的逐步推进，若地产企业流动性问题得以缓解，将有利于厨电等相关行业经营状况的修复。

春节家电消费趋势向好。据苏宁发布数据，2023 年春节长假，苏宁易购全国可比电器门店客流量对比 2019 年持平略有增长，销售额增长 5%。春节期间，全国 1000 多家苏宁电器门店共举办了 5000 余场促销活动，带动线下门店销售量提升 58%。部分品类增速亮眼：春节期间苏宁门店扫地机等智能清洁家电销量同比增长 119%，投影仪销量同比增长 126%，空气炸锅等生活电器销量同比增长 145%。据京东家电数据，春节期间，家用洗地机成交额同比增长 150%，超薄平嵌冰箱成交额同比超 160%。

白电高端化趋势有望持续。据奥维云网监测，2022 年冰箱、洗衣机、空调线上、线下均价皆同比提升，高端品占比保持平稳。从线上份额看，海尔三大品类零售额占比皆有提升，高端套系策略取得成效；线下方面，冰箱、洗衣机 TOP3 品牌市场占比升高，海尔空调份额提升明显。空调等品类渠道库存与往年相比处于相对低位，待未来终端客流修复时，渠道经销商或将采取集中补库存措施。预计白电龙头盈利能力仍具备韧性。

空调阀件领域国产品牌优势突出，新赛道前景可期。我国空调制冷阀件领域国产化率较高，三花及盾安形成双龙头格局。其中，盾安在截止阀、小型压力容器、系统集成管路组件市场的占有率居全球第一，四通阀、电子膨胀阀市占位列全球第二；公司家用空调配件主业发展相对稳健，同时致力于提升商用及海外业务占比，以提升盈利能力。新赛道领域，盾安大口径电子膨胀阀、电磁膨胀阀等生产线已调试到位，切入比亚迪等车企供应链，未来具备成长潜力。

出口外向型企业寻求内外兼顾。虽然海外需求依旧存在不确定性，但对家电出口企业来说，仍有美国关税豁免延期、运费回落等积极因素。此外，国产品牌产品力逐渐得到海外消

费者认可，如石头在美国站点“黑五网一”销售额同比增长 125%。同时，外向型企业亦在发力国内市场，2022 年以来石头、摩飞等品牌在主流电商的成长趋势向好，富佳、比依等代工企业也在拓展内销客户。

投资建议：1、稳增长政策陆续出台，地产链估值有望逐步修复：厨电、白电与地产关联度较强；同时原材料价格归于平稳，有利于成本压力的缓解；建议关注厨电龙头老板电器、集成灶企业火星人、推进场景品牌建设的白电龙头海尔智家。**2、家电零部件公司入局新赛道，有望贡献收入增量：**关注空调制冷配件份额突出、汽车零部件业务逐步放量的盾安环境。**3、新品类具备成长属性：**关注内销市占提升且海外新品受到认可的石头科技。

3.6.2.机械：通用机械国产替代趋势不变，机器人应用场景广阔

政策面支持制造业技术改造，企业中长期贷款增加。2022 年 11 月下旬，工信部等印发《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》，强调用好政策性开发性金融工具、设备更新改造再贷款和贴息、制造业中长期贷款等政策工具；并实施工业企业技术改造升级导向计划，引导企业开展新一轮技术改造和设备更新投资。2022 年 12 月企业中长期贷款投放 12110 亿元，绝对水平创历史同期新高，且远超 2016 年 12 月 6954 亿元的次高点。企业部门信贷需求增强意味着企业对未来经济的预期在改善。展望 2023 年，加大制造业投资支持力度仍是扩大内需的重要措施之一，设备升级、国产替代仍是推动通用机械行业发展的主要逻辑。

核心技术攻坚，提升通用机械自主化水平是大势所趋。设备核心零部件、数控机床及刀具等当前高端产品进口依赖度较高的领域仍是未来重点研发方向。随着制造业“强链补链”的推进，相关国产品牌有望实现份额提升，建议关注：国产减速机龙头国茂股份、数控机床企业海天精工、数控刀具厂商欧科亿。

新能源等高景气行业有望拉动 2023 年工业机器人销量。2022 年国内工业机器人产量为 44.31 万套，同比下降 4.8%；其中，9-11 月工业机器人产量皆呈现当月同比正增长。据产业研究机构高工机器人测算，2022 年中国工业机器人销售市场中，国产企业市占率保持在约 40%的水平；2023 年我国工业机器人行业销售增速有望达到 20%-25%之间。从下游客户构成看，2022 年光伏、锂电、新能源汽车整车对工业机器人的需求显著提升。近期，工信部等 17 部门联合印发《“机器人+”应用行动实施方案》，提到 2025 年制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，长期来看机器人应用空间广阔。建议关注：精密传动装置领军企业绿的谐波、国产机器人头部公司埃斯顿。

3.6.3.汽车：假期扰动年初销量，静待节后车市回暖

春节假期扰动，年初车市平淡，静待节后零售恢复。据乘联会，1 月 1-15 日乘用车零售 71.9 万辆，同比-21%，其中新能源乘用车零售 18.4 万辆，同比+20%；1 月乘用车零售预计为 136 万辆，同比-35%，其中新能源乘用车零售 36 万辆，同比+2%。春节假期错位、去年年末燃油车购置税减半及新能源汽车购置补贴等政策退出导致销量透支等因素下，年初月度数据同比下降，节后乘用车消费将逐步恢复。

新能源汽车市场，看好高端化、混动化、海外出口带来的机遇。销量端，国内新能源汽车单月渗透率已达 30%以上，混动市场及海外出口仍具备较强增长潜力，混动方面，比亚迪海洋网及腾势品牌等车型有望持续贡献增量，自主车企混动平台新车型陆续上市、增程式赛道入局者逐步增加；出口方面，国内车企新能源汽车出口相继启动，有望继特斯拉中国之后借国内完备的新能源汽车供应链开拓欧洲、东南亚等海外市场。结构上，比亚迪、新势力等向高级别市场的突破有望继续打造品牌溢价、改善盈利能力。

智能化趋势下新技术渗透率提升显著，相关零部件细分赛道持续受益。汽车智能化趋势下以新势力为代表的中高端车型配置迅速提高，并有望从中高端车型向下渗透至更低的价格区间，逐步在自主品牌车型中得到广泛应用；国内零部件供应商的技术突破有望在国内车企相继崛起的行业契机下实现与主机厂的共同成长，打破由外资供应商主导的行业格局。关注域控制器、线控制动、空气悬架、智能车灯等受益于汽车智能化水平提升、快速实现由中高端市场向下渗透的细分赛道。

特斯拉开启以价换量，产业链或受提振。年初特斯拉宣布在全球调整在售车型售价，国产车型中，Model 3 起售价降至 22.99 万元，Model Y 起售价降至 25.99 万元。特斯拉车型的降价进一步提升其价格竞争力，有望在多市场提振需求。近期，特斯拉公布四季度财报，预计今年交付 180-200 万辆，并保持 20%以上毛利率，业绩指引乐观。国内特斯拉供应链具备全球竞争力，将充分受益于特斯拉全球需求的提升。

3.7.金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

随着疫情防控优化与房地产行业融资转向，2019 年四季度以来两轮密集降息伴生的下行期底部逐渐清晰。1) 最近一轮降息已持续 6 个季度，持续时间与前两轮相当，银行业净息差首次降至 2%以下，低于 2017Q1 低点；2) 国有银行收入端向零增长靠近，类似 2016 年 Q3-2017 年 Q2 负增长前夕，2023 年 Q1 重定价触发利息净收入负增长；3) 主导房地产融资周期的个人住房贷款增速降至 5%以下，目前房地产开发贷款与债券融资逐步企稳；4) 上市银行估值于 10 月创历史新低至 0.5XPB，11 月以来快速从底部回升。

宏观经济修复对板块的积极意义不亚于此前的房地产政策转向。关键因素净息差的企稳将多方位提升银行业经营活力，收入增速、计提压力、利润增长因此改善，这一时刻大概率会发生在二季度。规模而言，去年宽松政策驱动下的偏高基数，以及今年较好的复苏前景下政策向常态化回归意味着当前规模增速大概率从阶段性较高位置回落。细分板块中，因息差受影响较小（2022 年降息对中长期贷款影响更大），且规模增长仍具有相对优势，中小银行业绩增长有望继续靠前。2022 年上市银行投资收益普遍表现较好、对收入贡献度提升，投资收益下滑风险预计主要在去年四季度，区域性银行单季度业绩受一定负面影响。

板块行情与宏观经济高度正相关，看好经济修复下的板块行情。现阶段“PMI 处在低谷+同业存单利率走出低谷”这一组合指向较好的布局机会。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动，扎实资产质量保障）的中小银行，建议重点关注宁波银行、江苏银行、常熟银行。

风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；宏观经济低迷触发连续降息；东部地区信贷需求明显转弱。

4.风险提示

(1) 房地产市场风险。若各地政策推动仍无法拉动购房预期的回升，后续仍会影响房地产投资的回升。

(2) 国内政策落地不及预期，可能导致市场信心无法顺利恢复，进而影响经济的内生性增长。

(3) 地缘政治事件导致通胀再次上升，引发海外货币政策超预期紧缩，进而出现全球经济衰退甚至萧条风险。

(4) 中美关系的不确定性。美国进一步对国内高科技产业进行打压，导致相关产业供应链产生风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089