

权益资产迎来四重利好

——Q1复盘与Q2展望

分析师: 高明
执业资格: S0130522120001
联系电话: 010-80927606
电子邮件: gaoming_yj@chinastock.com.cn
报告日期: 2023年3月30日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

二季度权益资产将出现四重利好:

1. **国内盈利底:** PPI即将见底回升, 同时政策发力, 工业生产加速, 将带动工业企业利润增速见底回升。市场对PPI即将见底预期较为一致, 但分歧在于PPI反弹的斜率——基准预测仍是温和回升(从4月至5月的-2.5%左右到12月的+1.5%左右)。
2. **国内稳货币宽信用:** 3月17日超预期降准25BP之后利率趋于下行, 国内货币政策重回“稳货币宽信用”状态。回顾去年, 1月、5月、8月都有利率(MLF利率或LPR)调降, 都是中央政治局会议之后的月份。
3. **美联储停止加息:** 海外银行业问题初步避免了大面积挤兑(主要通过兜底储户存款、对商业银行投放短期流动性等)。美联储5月2日或6月14日将停止加息, 这将会驱动中美利差倒挂程度收窄, 美元指数下降, 人民币资产重估。
4. **信心的恢复与预期好转:** 3月下旬多国政要与企业家访华, 多项对外合作项目落地; 马云回归, 蚂蚁上市; 市场信心恢复, 预期好转, 有望带动民间投资与FDI反弹。

风险提示: 海外银行业危机、国内第二波疫情

一、资产价格分析与展望

1. 全球风险资产
2. A股行业风格

1. 2023Q1全球风险资产表现复盘

- 美欧银行业危机对全球金融市场存在三个阶段的影响：**初期恐慌情绪已经缓解。二季度美联储停止加息的确定性较高，对金融市场形成流动性宽松利好；年内也有可能降息，但需要注意下半年美国通胀率的反弹可能推迟降息。年度层面，银行业危机会影响商业银行信贷派生，对实体经济的影响在下半年才会陆续出现。
- 国内资产：**2022年11月至2023年1月国债收益率上升，商品价格与股市修复，主要反映经济复苏、中长期信贷扩张，但同期货币政策相对偏紧。2023年2月美国的就业、通胀、零售等都好于预期，导致美联储加息预期上升，全球风险资产回调。3月国内货币政策转入稳货币宽信用阶段，叠加美联储加息预期显著下降，中国国债收益率出现下行，而权益市场总体震荡但以TMT为代表的结构性行情显著。
- 美元指数与工业品：**银行业危机导致美元指数与工业品价格同时下降，目前工业品价格初步企稳。3月美元指数从105降至102.65；布油从月初的85美元/桶最低降至3月20日的72美元/桶，3月29日收于78.2美元/桶；LME铜价从月初9000美元/吨最低降至3月15日的8525美元/吨，3月29日反弹至8927美元/吨。
- 黄金：**银行业危机引发避险需求，伦敦金价从1840美元/盎司升至1965美元/盎司。2022年全球央行净增加1136吨黄金，同比大幅增长152.31%。2023年1月全球央行净买入77吨，环比上涨192%。全球央行增持导致交易所库存快速下降。

图：全球资产月度涨幅

资产价格月度涨幅：%		2022M11	2022M12	2023M1	2023M2	2023M3
A股 港股	万得全A	7.8	-2.1	7.4	-0.4	-0.7
	上证综指	8.1	-1.9	5.4	0.3	0.1
	沪深300	8.8	0.6	7.4	-3.1	-0.1
	创业板指	4.2	0.3	10.0	-7.1	-1.1
	恒生指数	25.1	8.7	10.4	-10.3	1.8
亚太	日经225指数	3.2	-6.9	4.7	0.0	1.3
	韩国综合指数	9.0	-8.1	8.4	-1.5	2.1
	富时新加坡指数	7.6	-0.8	3.5	-3.4	0.0
美股	万得中概股100指数	42.1	10.6	18.5	-10.7	3.0
	道琼斯指数	5.3	-2.1	2.8	-3.1	-0.5
	标普500	4.6	-3.0	6.2	-1.2	1.1
	纳斯达克指数	3.3	-4.7	10.7	0.5	4.0
欧股	英国富时指数	7.5	-0.8	4.3	1.2	-4.7
	法国CAC40指数	7.4	-2.9	9.4	2.6	-1.5
	德国DAX指数	8.7	-3.0	8.7	1.6	-0.3
商品	CRB工业指数	2.6	0.8	0.1	-1.7	-2.2
	布伦特原油	-10.8	2.9	-2.7	-2.6	-5.5
	LME铜	9.7	4.2	10.8	-2.5	2.0
	螺纹钢	6.6	8.7	1.4	-1.4	-0.8
	伦敦金	7.5	4.2	5.8	-5.0	8.1
货币 债券	美元指数	-4.2	-3.1	-1.3	2.7	-1.9
	中债国债总财富指数	-1.1	0.6	0.0	0.1	0.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.3. A股行业轮动

回顾历史，经济见底回升时期权益市场表现分为三个阶段：

- 衰退末期至复苏初期：** 2022年11月至2023年3月，中国经济从衰退末期进入复苏初期。情绪性反弹加流动性宽松预期推动了权益市场上行。初期反弹以疫后困境反转的消费与房地产为主，2023年3月以来以TMT等高弹性板块逐渐占优。但由于复苏基础不稳，加之国内外货币政策预期变化，市场波动较为剧烈。
- 复苏中期：** 市场进入基本面驱动阶段，需要业绩兑现。大盘风格、房地产产业链与消费逐渐占优。2023Q2将出现PPI、工业企业利润增速的底部、业绩率先见底的行业将占优。分消费、投资、房地产、出口等驱动力来看，消费逐步加速、投资相对平稳、房地产仍存分歧、出口承压较为明显。
- 复苏后期至初步过热：** 消费电子、能源材料等后周期品种将出现最后一次上行，之后牛市终结。但要注意，近年来能源材料行业面临较强的供给约束，供需平衡点偏低；而消费电子、汽车等行业仍在去库存过程之中，底部可能相对滞后。

图：A股主要指数及中信一级行业指数月度增幅

指数	日期	2023M03 涨幅	2023M02 涨幅	2023M01 涨幅	2022M12 涨幅	2022M11 涨幅
基准	上证50	-2.7%	-2.5%	6.6%	1.1%	13.5%
	沪深300	-1.7%	-2.1%	7.4%	0.5%	9.8%
	中证500	-1.2%	1.1%	7.2%	-4.7%	6.0%
中信一级行业	石油石化	1.0%	1.9%	7.8%	-5.4%	10.3%
	煤炭	-6.2%	2.8%	5.3%	-10.1%	7.2%
	有色金属	-4.8%	-3.2%	14.8%	-5.5%	8.0%
	电力及公用事业	-3.3%	1.8%	2.2%	-4.4%	8.2%
	钢铁	-8.1%	4.3%	7.7%	-6.5%	8.3%
	基础化工	-7.0%	0.1%	8.7%	-4.2%	7.7%
	建筑	4.3%	3.0%	5.4%	-7.0%	13.8%
	建材	-6.8%	0.1%	8.7%	-3.6%	18.8%
	轻工制造	-6.4%	6.4%	4.3%	1.4%	12.4%
	机械	-4.8%	1.7%	10.1%	-5.6%	2.9%
	电力设备及新能源	-5.9%	-5.1%	10.6%	-4.0%	2.4%
	国防军工	-3.3%	1.0%	6.2%	-4.1%	-6.3%
	汽车	-7.3%	-1.2%	11.3%	-6.7%	8.1%
	商贸零售	0.0%	1.0%	-0.7%	2.1%	18.7%
	消费者服务	-4.2%	-1.3%	-1.4%	8.2%	18.7%
	家电	-2.2%	1.2%	8.3%	1.4%	13.5%
	纺织服装	-5.9%	5.5%	4.2%	1.3%	9.9%
	医药	-3.7%	0.2%	5.6%	-2.6%	6.5%
	食品饮料	-3.5%	1.0%	5.2%	11.1%	16.5%
	农林牧渔	-2.5%	0.4%	3.1%	1.3%	5.2%
	银行	-1.6%	-3.7%	3.1%	1.1%	13.5%
	非银行金融	-3.1%	-2.5%	8.7%	-1.0%	15.2%
	房地产	-7.0%	-2.2%	3.1%	-7.2%	26.1%
	交通运输	-1.7%	-0.7%	1.6%	0.6%	8.2%
	电子	4.1%	0.2%	8.7%	-4.1%	2.7%
	通信	9.6%	8.2%	9.2%	-4.0%	2.9%
计算机	14.8%	5.3%	12.7%	-3.0%	-1.7%	
传媒	18.3%	4.4%	5.2%	2.2%	14.5%	
综合	-6.1%	2.4%	2.3%	-5.9%	11.9%	
综合金融	-4.1%	4.4%	4.8%	-0.8%	9.4%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、经济周期定位

1. 短期：经济周期所处阶段定位

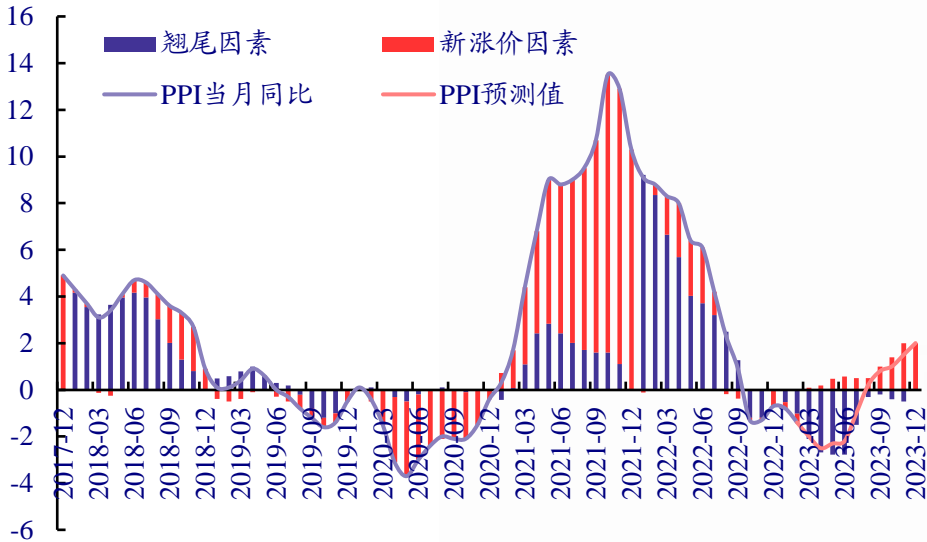
- 1.1. 二季度盈利底：PPI与工业企业盈利增速即将见底
- 1.2. 稳货币宽信用：超预期降准是稳货币的第一步、中长期贷款和政府债发行驱动信用扩张
- 1.3. 欧美银行危机：对全球金融市场有三个阶段的影响，对中国有经常账户和金融账户两个方面的影响
- 1.4. 中美利差趋正：银行危机迫使美联储停止加息、美国利率与美元指数下行

2. 中期：普林格（Pring）六阶段

1.1.二季度盈利底

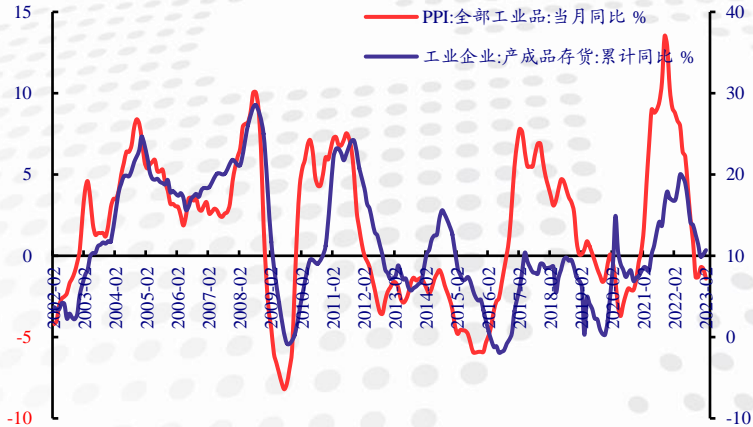
- **2023年PPI预测：**底部将在4、5月出现，原因是去年Q2全球能源价格上行形成了基数效应。市场对PPI见底时间的预期较为一致，但对回升斜率分歧较大，主要争议点是内需恢复程度尤其是房地产销售，以及海外银行业危机之后的中国出口形势。
- **二季度盈利底：**1-2月规模以上工业企业利润同比下降22.9%。生产层面，1-2月份规模以上工业增加值同比增长2.4%，相比12月回落1.2个百分点。价格层面，2022年11月以来PPI持续为负。但3月以来复工与需求恢复都在加快，最晚5月PPI即将见底，出口下半年也将出现底部。预计二季度将出现工业企业的“盈利底”。

图：2023年PPI走势预测：预计4月至5月在-2.5%见底，年度升至+2.0%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：工业产成品库存仍在去化过程之中，对PPI形成压制



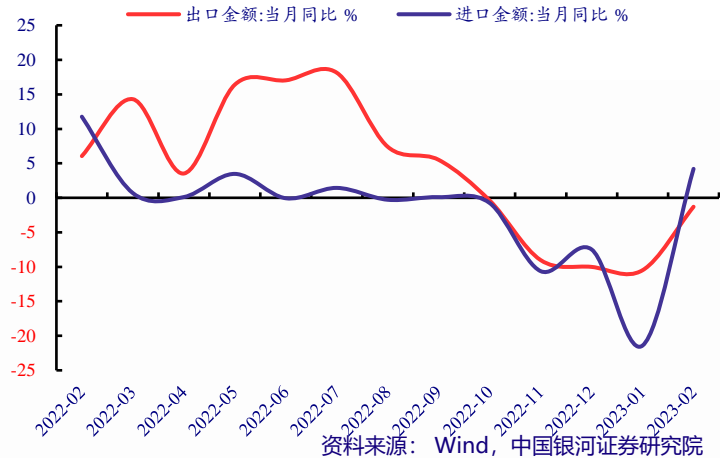
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.1. 二季度盈利底

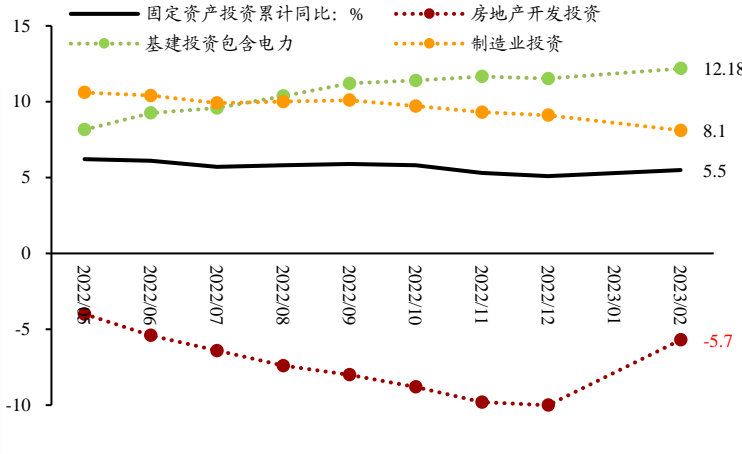
综合判断：复苏初期

- 消费**：1-2月同比增长3.5%，其中汽车、电子、家电形成拖累，降价去库存需要两个季度。同时餐饮等服务消费恢复更好。
- 房地产**：3月以来住宅销售进一步改善；1-2月房地产开发投资收窄降幅至-5.7%；商品房竣工、新开工也都有所好转。
- 固定资产投资**：1-2月固定资产投资增长5.5%，其中基建投资同比12.2%、制造业投资同比8.1%、房地产投资同比-5.7%。
- 出口**：1-2月总体仍低迷，欧美银行业危机的影响可能在下半年显现。但与此同时美欧货币当局也将于上半年停止加息，高利率对经济的影响将逐步缓解。

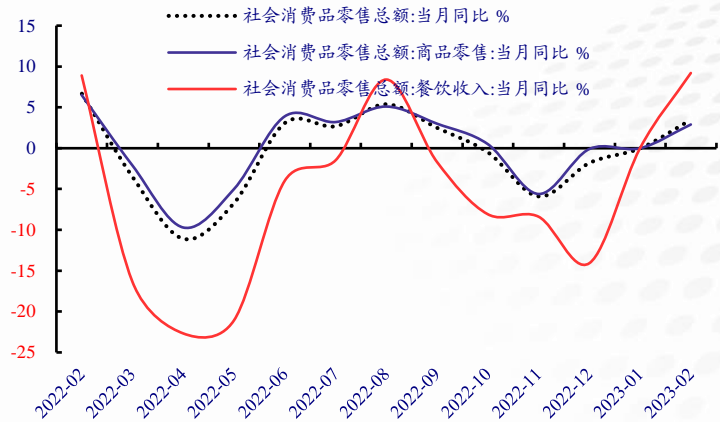
图：出口增速自欧美货币当局加息以来持续下行



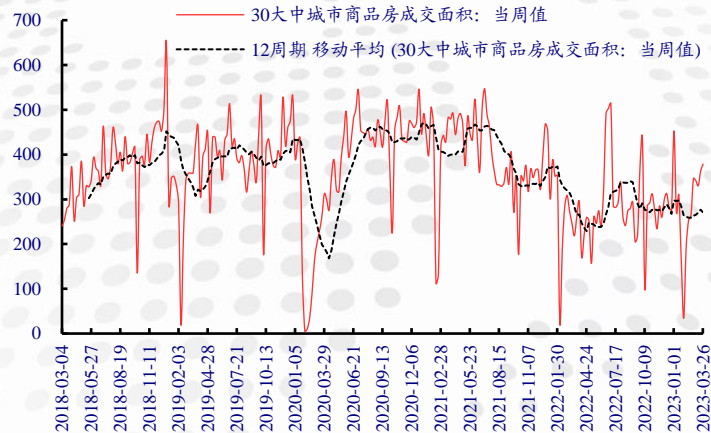
图：房地产投资收窄降幅，固定资产投资增速稳中有升



图：社会消费品零售总额增速趋于回升



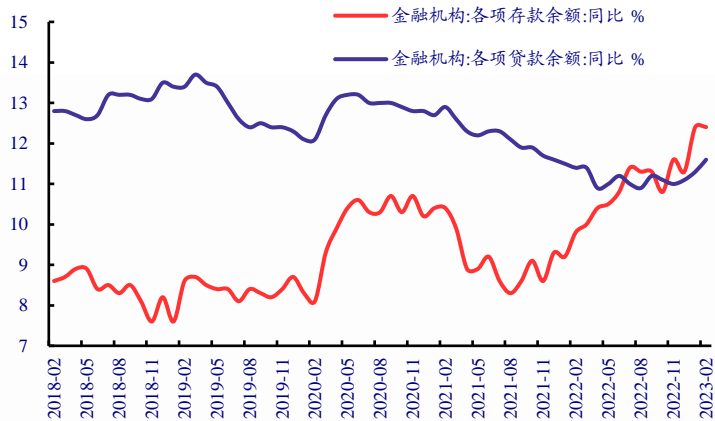
图：3月以来30大中城市商品房销售面积持续改善



1.2. 稳货币宽信用

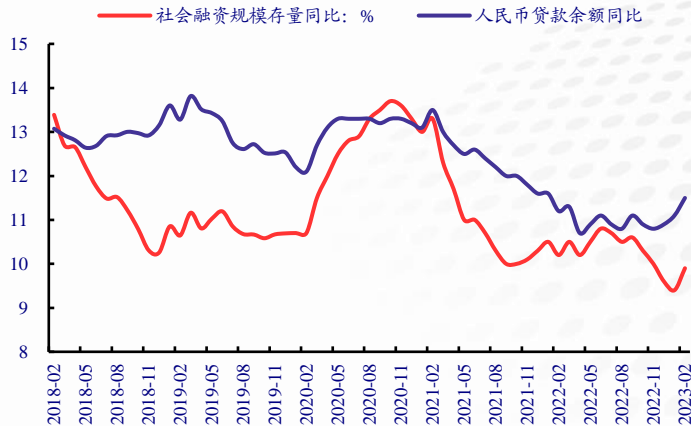
- 货币政策：**2022年9月至2023年3月降息预期持续落空，但信贷投放不断加速，利率趋于上行，呈现出“紧货币宽信用”特征。3月17日超预期降准25BP，是紧货币预期的第一个破冰信号，之后利率有所回落，货币政策有望回归“稳货币宽信用”。
- 信用扩张：**中长期贷款投放已持续加速，余额增速从2022年11月的10.2%升至2023年2月的12.0%。社会融资增速从2022年6月的10.8%持续降至2023年1月的9.4%，但2月反弹至9.9%。除了贷款之外，政府债券发行也开始加速，但企业债券发行仍然较为低迷。
- 但要注意：**货币所代表的需求与消费、投资、净出口等有效需求有本质不同。货币供应量上行但有效需求低迷只会导致超额储蓄（图1）。

图1：金融机构贷款增速开始企稳，但存款增速自疫情以来持续上行



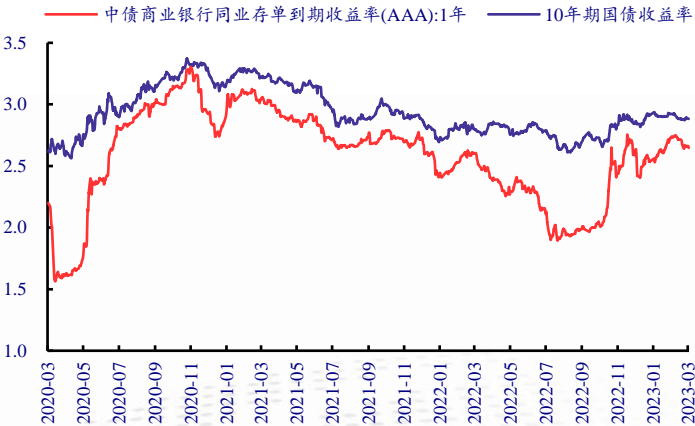
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：社会融资余额与人民币贷款余额增速



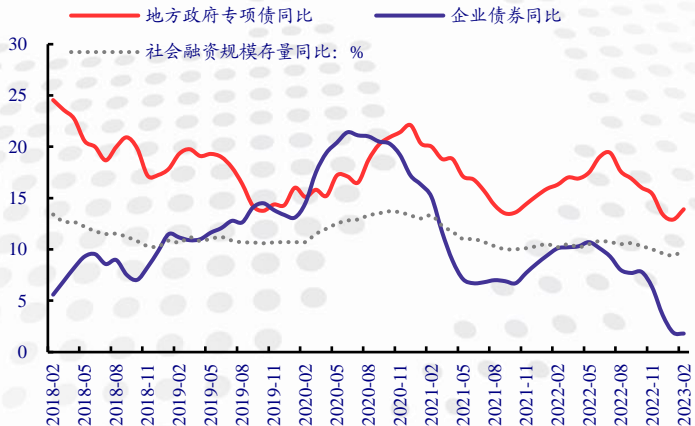
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：商业银行同业存单利率与10年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：社会融资余额与专项债、企业债余额增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.3. 美国与欧元区银行业危机的影响

3月10日硅谷银行事件爆发后，美国财政部、美联储与美国存款担保机构兜底了储户存款，同时对银行机构释放了3000多亿美元短期流动性，初步避免了危机模式。瑞士信贷事件之后，3月16日欧洲央行仍然加息50BP。这表明欧央行关注的重点仍然是通胀，同时对应对流动性危机的能力和工具充满信心。

1. **海外银行业危机对全球金融市场存在三个阶段影响：**初期的恐慌情绪已经有所缓解。季度层面，美联储在二季度停止加息的确定性较高，对金融市场形成流动性宽松利好；年内也有可能降息。年度层面，商业银行的信贷派生将会受到影响，对实体经济的影响在下半年才会陆续出现，这可能会推迟美国与欧元区经济见底的时间，并加重底部深度。
2. 3月22日美联储经济预测（SEP）将2023年美国GDP增速从0.5%下调至0.4%，失业率从4.6%下调至4.5%，PCE和核心PCE小幅上调至3.3%和3.6%，显示美联储对美国的经济韧性仍然比较乐观。
3. **海外银行业危机对中国可能有两个方面影响：**经常账户方面，欧美经济见底时间推迟，中国出口见底的时间也会相应推后；金融账户层面，中美利差倒挂程度收窄甚至转正，人民币贬值压力缓解，有利于人民币资产重估与FDI流入。

图：3月以来美国10年期、1年期国债收益率开始回落



图：2023Q2中美利差倒挂程度趋于缓解，将对A股形成利好



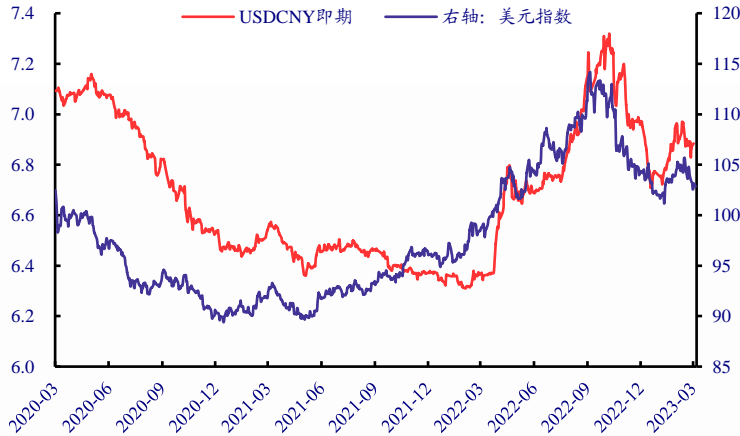
资料来源：中国银河证券研究院

1.4. 美联储即将停止加息，但年内降息并不必然

1. **一季度美联储加息预期出现三次变化：**1月市场预期美国联邦基金利率目标不超过5.0%。但2月美国通胀、就业、零售数据都好于预期，导致了加息预期显著强化，联邦基金利率目标值上升至5.75%。3月10日硅谷银行事件爆发之后，联邦基金利率目标值预期很快降至4.75%。

2. **未来加息进程：**3月22日美联储加息25BP，之后市场预期最快5月3日将停止加息，且年内可能出现降息。但需要提示的是，由于二季度的CPI回落趋势比较确定，会从6.0%很快下降至4.0%，但下半年可能出现反复，因此二季度停止加息的概率较大，但是下半年降息仍有不确定性。

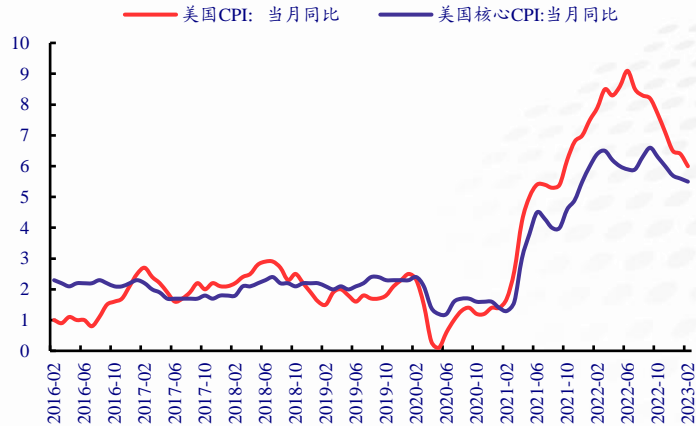
图：3月美元指数回落，人民币贬值压力缓解



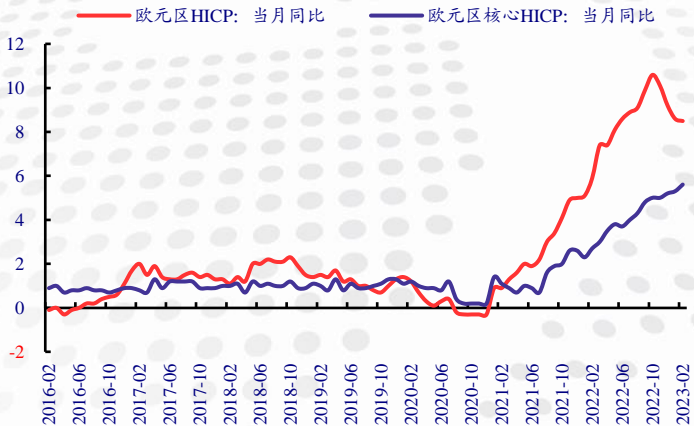
图：3月商品价格继续回落，反映银行业危机对全球经济的影响



图：2月美国CPI与核心CPI进一步回落

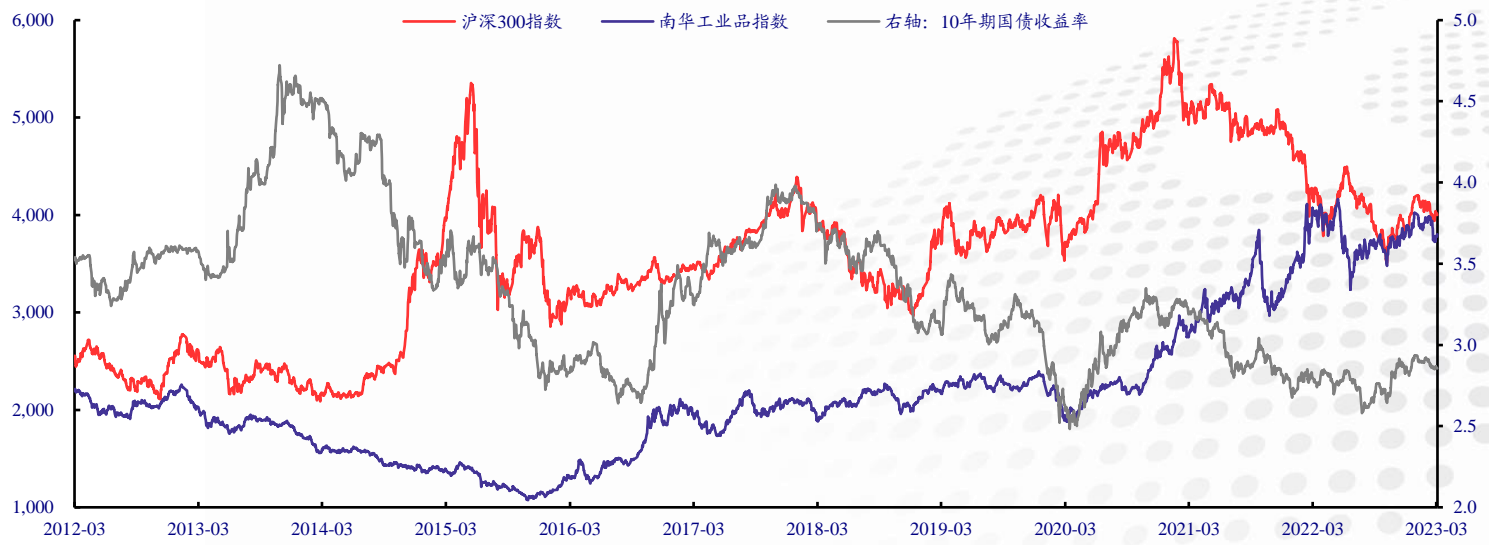


图：2月欧元区核心HICP仍在上行，因此欧央行加息50BP



2. 普林格 (Pring) 六阶段定位：中长期定位

- 原理：** 1. 债券涨完股票涨（政策持续发力，经济从衰退转入复苏初期）； 2. 股票涨完商品涨（从复苏初期转入复苏后期）； 3. 商品涨完债券跌（从复苏后期转入过热，政策开始收缩）； 4. 债券跌完股票跌（从过热转入滞胀阶段，商品价格仍然保持高位，但经济开始回落）； 5. 股票跌完商品跌（从滞胀转入衰退初期）； 6. 商品跌完债券涨（从衰退初期转入后期，政策开始宽松）。
- 当前：** 2022Q4至2023Q1国债收益率上升，商品价格与股市修复，市场进入“债券涨完股票涨”的阶段，主要反映了国内经济复苏预期，但同期货币政策相对偏紧。2023Q2货币政策转入稳货币宽信用阶段，叠加美欧银行业危机导致加息预期显著下行，债券收益率出现下行，但我们提示二季度PPI与企业盈利增速即将见底，信贷投放与政府债发行仍在推升社会融资增速，综合判断经济仍处于复苏初期，市场仍处于“债券涨完股票涨”的阶段，商品价格的加速需要等到更全面的复苏信号，尤其是出口见底与房地产销售加速的信号。



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺、简介；机构销售联系方式



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

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区： 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区： 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区： 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn
公司网址： www.chinastock.com.cn	

评级标准、免责声明

行业评级体系

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

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

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

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

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK