

2023年中期宏观策略：行则将至，乘势而上

报告日期：2023年07月02日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：周灏
- SAC编号：S1050522090001

研 究 创 造 价 值

核心要点:

- 1、下半年**美国轮动式衰退**，预计还有一次25BP加息；**国内非均衡修复**，实现全年5%左右的GDP目标难度不大。
- 2、当前**政策底和情绪底较为明确**，**市场底特征逐步显现**，**业绩底仍待夯实**。
- 3、A股结构性机会可期，**主要驱动为分母端的风险偏好回升和流动性宽松**，**风格上先成长后价值**，**行业上先AI+高端装备后消费+医药等**。

海外宏观:

- 1、美国经济动能切换，**消费超额回补后劲不足**，**回落压力仍需警惕**，**或为本轮衰退的导火索**。
- 2、**联储加息空间仍存**，**就业市场有所降温**，**地产反弹而非反转**，**核心通胀支撑减弱**，**去库存尚未结束**，**美国衰退虽迟终至**，**但风险可控**。
- 3、高利率悬挂期间，**美债和美元高位运行**，**关注欧日央行等外生影响**。

国内宏观:

- 1、国内通胀无虞，政策窗口开启，经济有望震荡回升。对应分项走势是**基建发力、消费修复、地产托底、制造和出口小幅回落**。
- 2、一批稳增长政策已在路上，但总量政策难有强刺激，**关注强产业的抓手、中央加杠杆的支点、促改革的突破口**。
- 3、预计下半年宏观组合是**经济弱复苏、通胀渐筑底、货币偏宽松**，市场预期逐步修正，人民币汇率“上有顶、下有底”。

大势研判:

- 1、政策底和情绪底已经出现，悲观时刻已过，市场底积极信号开始积聚。
- 2、市场资金以**增量交易为主**，**长久期配置窗口期打开**。**重点关注私募仓位回补、北上配置、ETF主题和险资入市进度**。
- 3、**下半年A股有望在分母端助力下**，**结束牛市初期调整**，**重回震荡向上态势**，**把握结构性行情**。

主线选择:

- 1、**风格上先消费后价值**，定价主导因子从DDM分母端向分子端转变，前期受益于流动性宽松和风险偏好回升的成长占优，中后段盈利成为主导，价值风格逐渐接棒。
市场主线：**弱经济+宽货币+紧信用**的宏观组合下，**无风险利率下行**，**资产荒问题凸显**，**利好红利（中特估）和成长（AI+）板块**。
- 2、**主线上先AI（算力、应用及数据要素）+高端制造（机器人、军工、半导体），后消费（轻消费——休闲食品、彩妆、饮料；地产竣工链——家电/轻工/纺织）+医药（中药/创新药）**。

国内政策力度不及预期

海外货币政策突发转向

新兴产业发展不及预期

*风险提示（示例）行业景气度下行风险、新产品进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化的风险等。

目录

CONTENTS

1. 海外宏观：经济动能切换，衰退虽迟终至
2. 国内宏观：内生动能积蓄，政策组合发力
3. 大势研判：底部信号显现，战略转守为攻
4. 主线选择：先AI+高端制造，后消费+医药

01. 海外宏观：经济动能切换，衰退虽迟终至

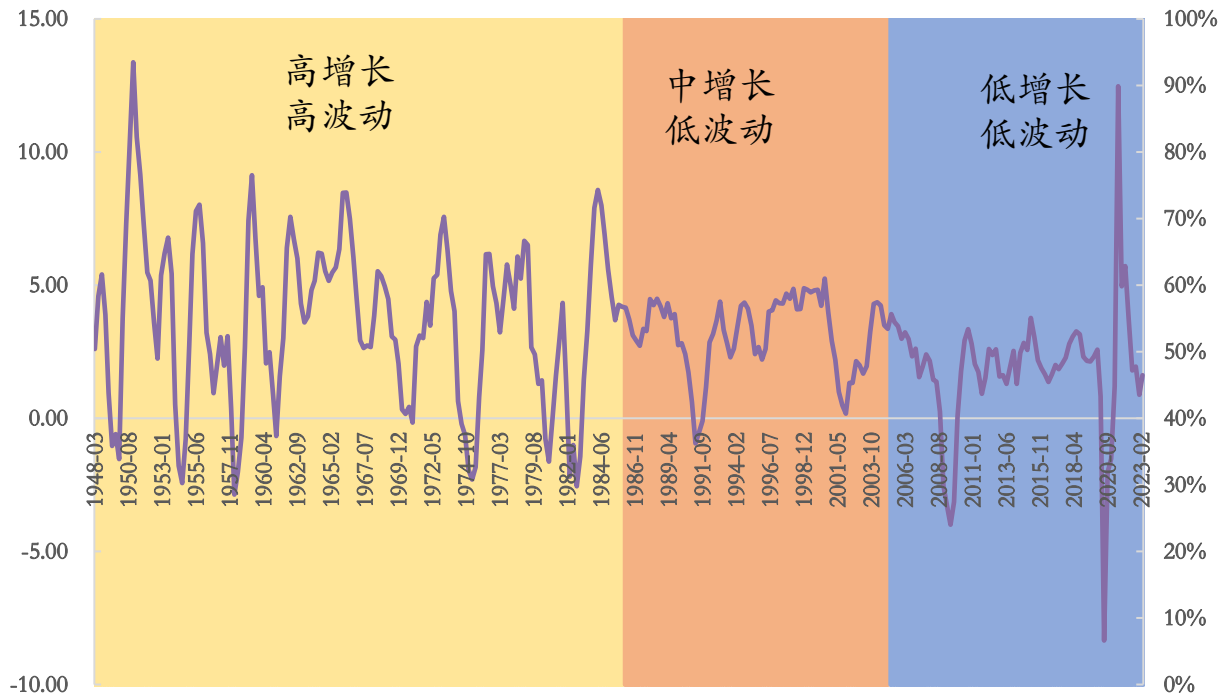
研究创造价值

1.1 美国经济特征：从高波动高增长到低波动低增长，消费占比提升

➤ 1947年至今的美国经济大致分为三个阶段：

- **第一阶段（1947年至1985年）：高增长高波动**，期间美国经济平均增速在3.73%左右，增速保持相对高位但波动有所放大，期间美国共发生了8次经济衰退，平均每5年就会出现一次。
- **第二阶段（1986年至2005年）：中增速低波动**，期间美国经济平均增速回落至3.18%，较前值有所下行，但是波动率也有明显的回落，均值为2.12%，期间美国仅出现了1990年和2001年两次衰退。
- **第三阶段（2006年至今）：低增长低波动**，期间美国平均经济增速回落至2%以下，方差处于相对低位，除疫情影响外的经济增速方差在2.26%，出现了2008年和2020年两次衰退。

美国GDP进入低增长低波动阶段



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

美国消费占经济的比重提升

	高增速高波动		中增速低波动		低增速低波动		去除疫情影响	
	1947年Q2-1985年Q4	1986年Q1-2004年Q4	2005年Q1-2023年Q1	去除疫情影响	去除疫情影响	去除疫情影响	去除疫情影响	
	平均值	方差	平均值	方差	平均值	方差	平均值	方差
GDP	3.73	4.74	3.18	2.12	1.98	5.98	1.80	2.26
耐用品	0.46	1.64	0.52	0.90	0.37	1.00	0.30	0.58
非耐用品	0.60	0.86	0.41	0.37	0.29	0.74	0.22	0.36
服务	1.18	0.65	1.30	0.58	0.79	3.27	0.81	0.53
设备投资	0.30	0.97	0.37	0.64	0.19	0.78	0.20	0.66
地产投资	0.18	1.15	0.17	0.43	-0.12	0.69	-0.17	0.62
私人库存	0.12	3.12	0.06	1.56	0.03	1.76	-0.07	1.31
出口	0.21	1.12	0.62	0.75	0.40	1.55	0.46	0.94
进口	-0.35	1.11	-0.82	0.83	-0.41	1.99	-0.37	1.26
国防	0.29	1.63	0.02	0.49	0.03	0.26	0.04	0.26
非国防	0.14	0.67	0.07	0.20	0.07	0.35	0.05	0.17
地方政府	0.37	0.42	0.30	0.27	0.06	0.29	0.07	0.29

NBER月度指标：六个中有两个（工业生产和批发零售）接近衰退

- 根据NBER指标，判定美国经济周期的指标有六个，分别是去掉转移支付的个人收入、机构和家庭统计的就业、个人消费支出、工业生产以及批发零售数据。
- 从当前的位置来看，个人收入仍在增长期间，家庭和机构统计的就业还在较高位置，个人消费韧性犹存，仅有工业生产和批发零售接近衰退水平。

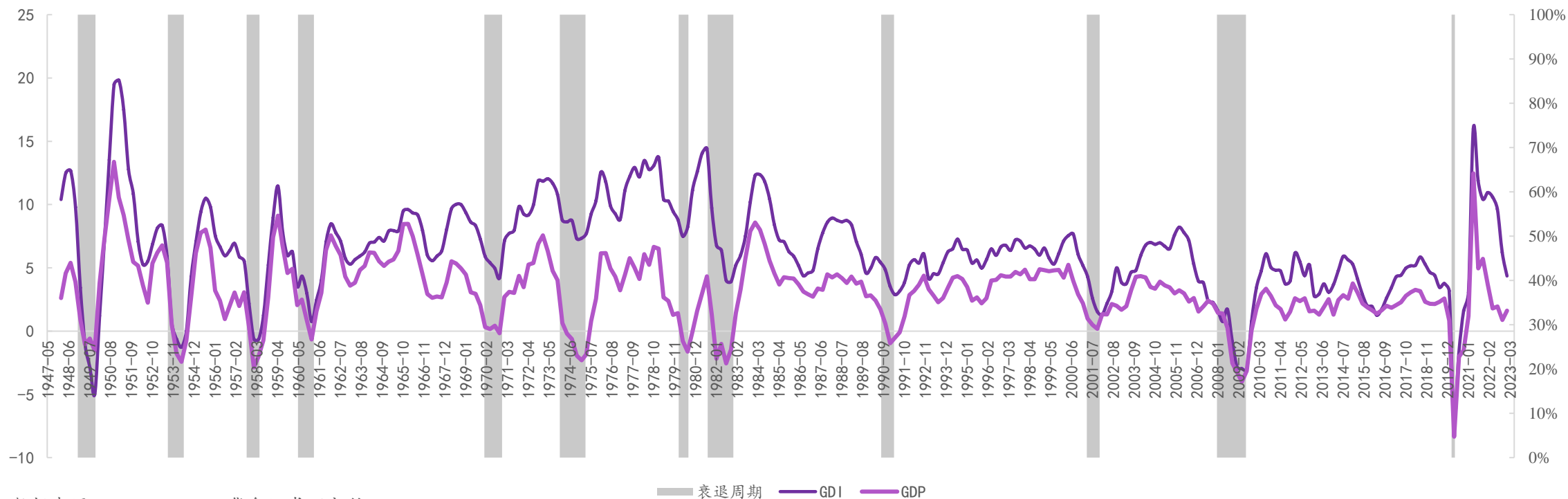
从NBER六大指标看衰退触发条件（%）

	个人收入		机构统计		家庭统计		个人消费支出		工业生产		批发零售	
	衰退开始	期间降幅	衰退开始	期间降幅	衰退开始	期间降幅	衰退开始	期间降幅	衰退开始	期间降幅	衰退开始	期间降幅
1960年	2.86	3.03	3.51	3.51	2.10	2.50	2.44	1.61	-0.11	12.44	-	-
1970年	4.06	3.38	3.45	3.45	2.57	2.43	2.73	1.83	-0.68	5.73	0.72	5.04
1974年	2.50	6.55	5.78	5.78	3.60	5.96	0.92	3.28	4.95	16.85	2.87	14.55
1980年	-0.49	0.77	2.47	2.47	1.69	1.91	0.87	2.39	0.34	6.56	0.11	7.76
1981年	4.73	5.20	4.33	4.33	1.89	3.35	2.58	4.03	6.06	13.15	2.56	9.52
1990年	1.57	3.12	2.35	2.35	0.97	2.30	1.63	3.23	1.91	5.82	1.20	5.88
2000年	2.62	3.61	1.50	1.50	0.02	1.18	2.43	2.65	-2.11	3.05	-2.45	3.84
2008年	1.20	3.15	3.24	3.24	0.24	2.36	1.36	3.21	2.39	13.76	1.79	12.29
2020年	0.46	5.74	13.79	13.79	-0.83	14.12	-4.20	11.48	-5.02	12.24	-4.31	10.72
平均	2.17	3.84	4.49	4.49	1.36	4.01	1.20	3.75	0.86	9.96	0.31	8.70
去疫情	2.38	3.60	3.33	3.33	1.64	2.75	1.87	2.78	1.60	9.67	0.97	8.41
当前	1.24	1.20	0.99	0.99	1.53	1.19	2.27	1.20	0.23	2.93	0.70	1.95

NBER季度指标：GDP反弹而GDI持续回落，衰退难以避免

- 除了月度数据之外，NBER还用GDP和GDI两个季度数据作为经济周期的参考指标。
- 当前GDP出现小幅回弹，而GDI则是持续下行，从历史周期看，GDI对于衰退的信号意义要强于GDP，当前GDI的持续下行或预示着衰退难以避免。

GDP和GDI走势分化：GDP小幅回升GDI持续下行，衰退难以避免（%）

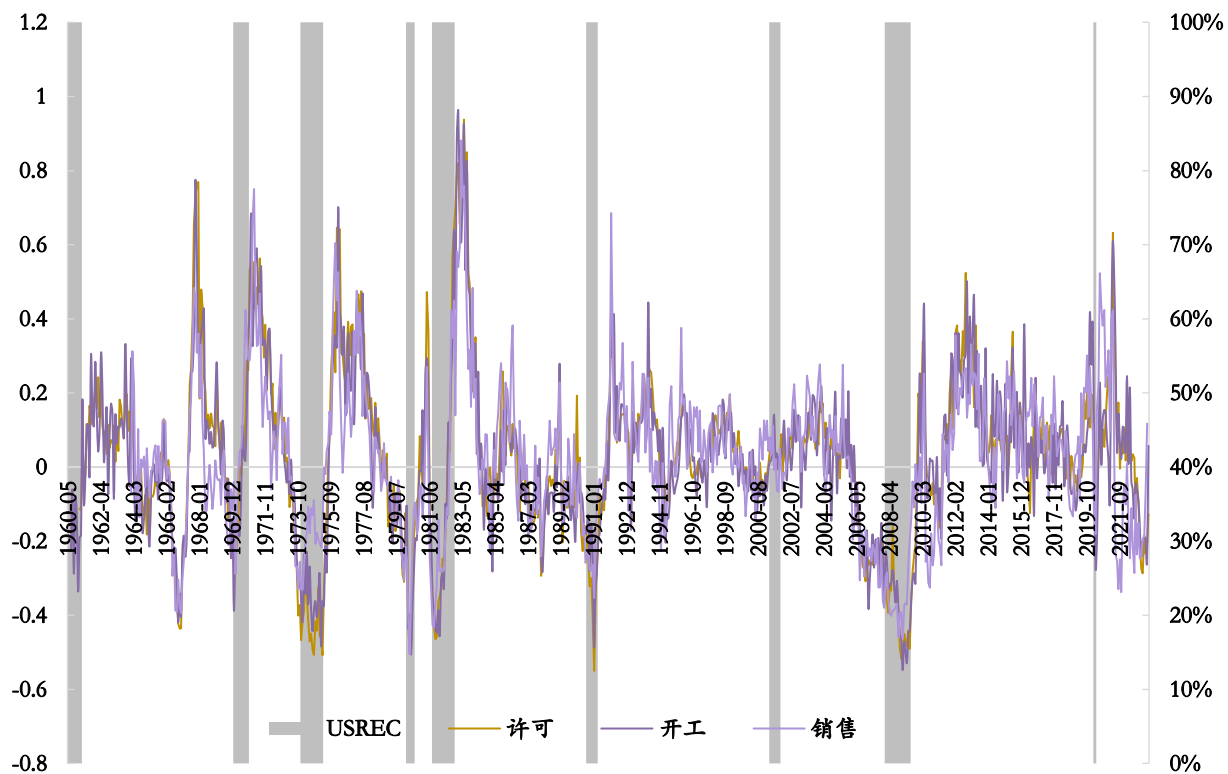


数据来源：Wind, FRED, 华鑫证券研究所

1.2 地产周期：边际回暖，开工和销售均好于预期

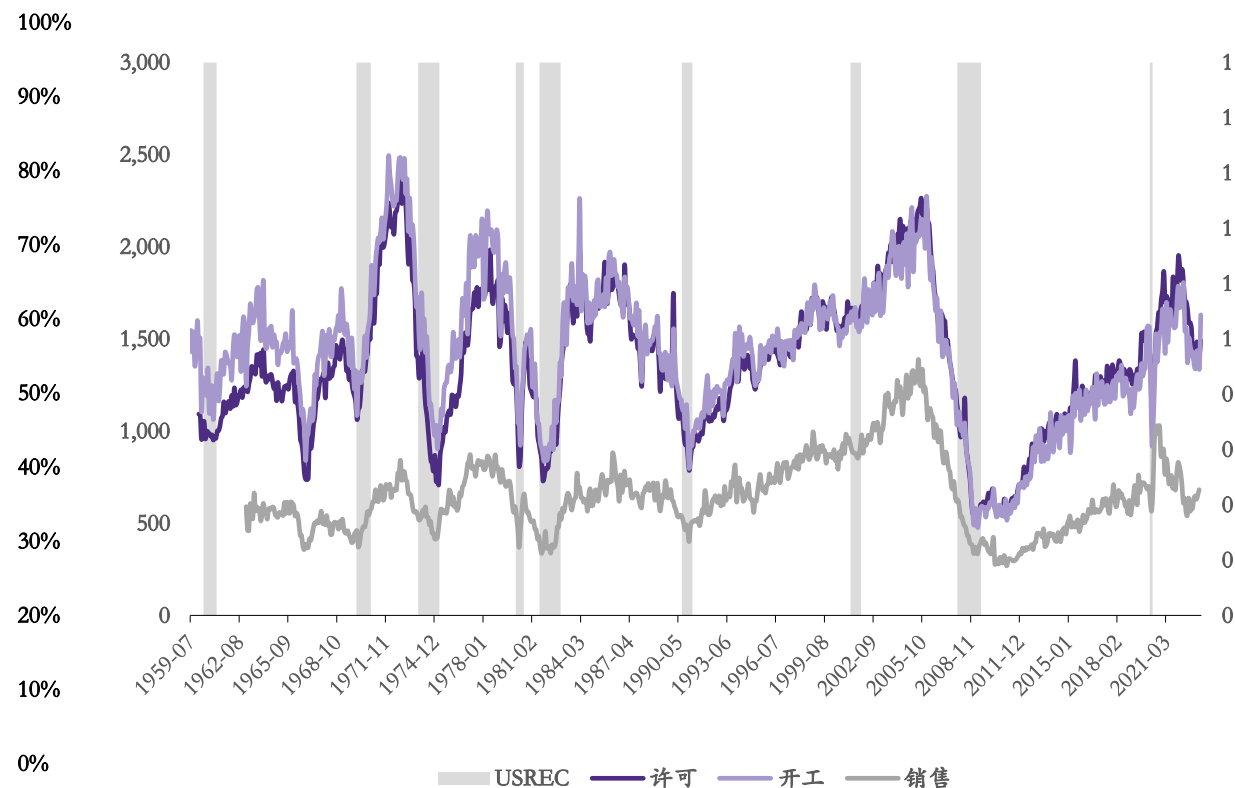
- 当前美国地产出现了明显回暖的迹象：新建住房销量、建筑许可以及新建住房开工均出现了持续回升。
- 5月新屋销售年化为76.3万户，创下2022年2月以来最高，大幅好于预期的67.5万户和4月的68.3万户。
- 5月新屋销售同比上涨20%，新屋销售环比上涨12.2%，远远高于前值4.1%，连续三个月环比增长，好于预期。

新房许可证、开工和销售数据均出现反弹



数据来源：彭博，FRED，华鑫证券研究所

新房销售率先触底回弹



数据来源：彭博，FRED，华鑫证券研究所

当前地产相对健康，但不排除经济衰退的可能

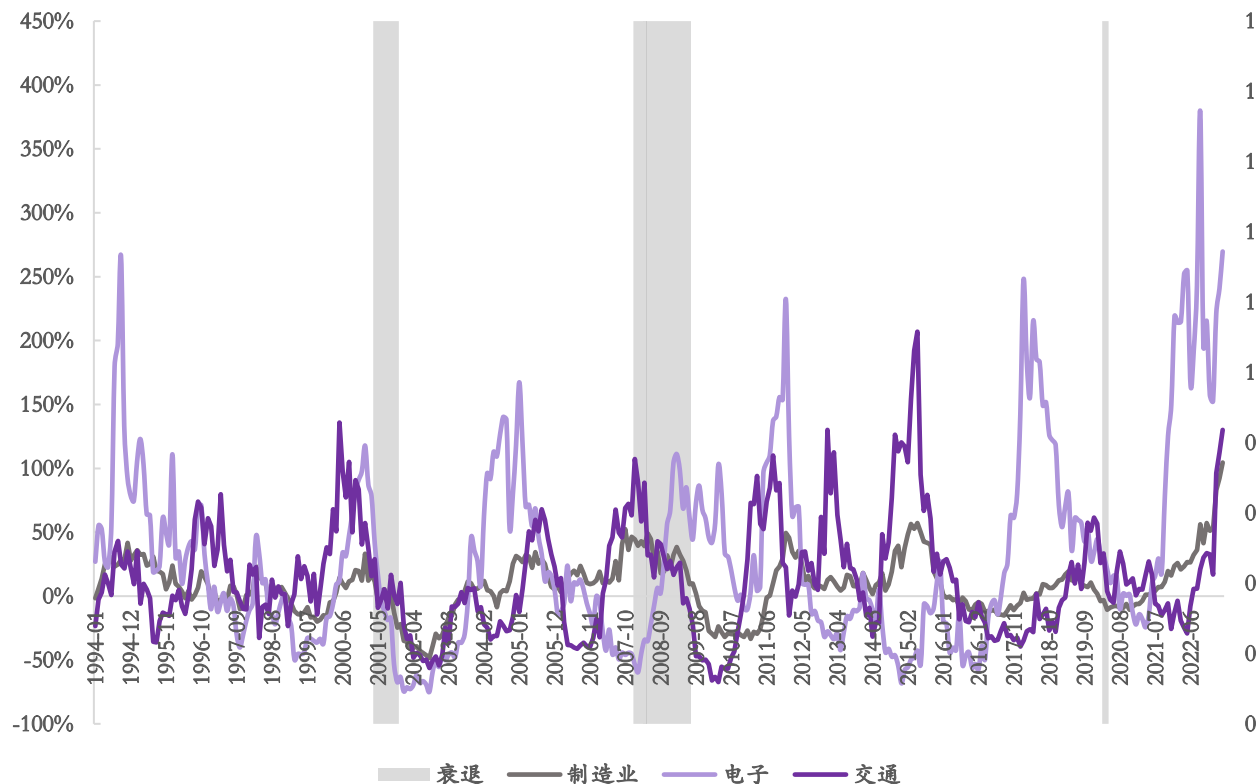
- **地产周期对于衰退有较强的信号意义：**往往是在衰退开始前就出现了回落，参考1960年至今的7次衰退（2020年除外），地产周期往往是在衰退前就出现了同比和环比的大幅的回落。
- **当前地产仍处在相对健康的位置，只能说明地产不能成为衰退的触发因素，但不能排除经济衰退的可能。**

从当前地产增速看地产周期位置 (%)

	衰退前		衰退中	
	同比	环比	同比	环比
1960年	-14.49	-0.18	8.87	2.49
1970年	-21.56	-3.04	-19.37	-0.63
1980年	-19.08	-2.92	-30.60	2.79
1981年	-4.62	-2.65	-11.99	2.19
1990年	-12.36	-2.18	-24.28	-0.37
2000年	7.60	0.66	1.97	-0.16
2008年	-30.19	-3.86	-36.22	-2.29
2020年	19.38	-0.48	-15.88	-9.73
平均	-9.41	-1.83	-15.94	-0.71
去疫情和2000	-17.05	-2.47	-18.93	0.70
当前	-6.37	4.74		

数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

私人建设领域增速也出现了上行

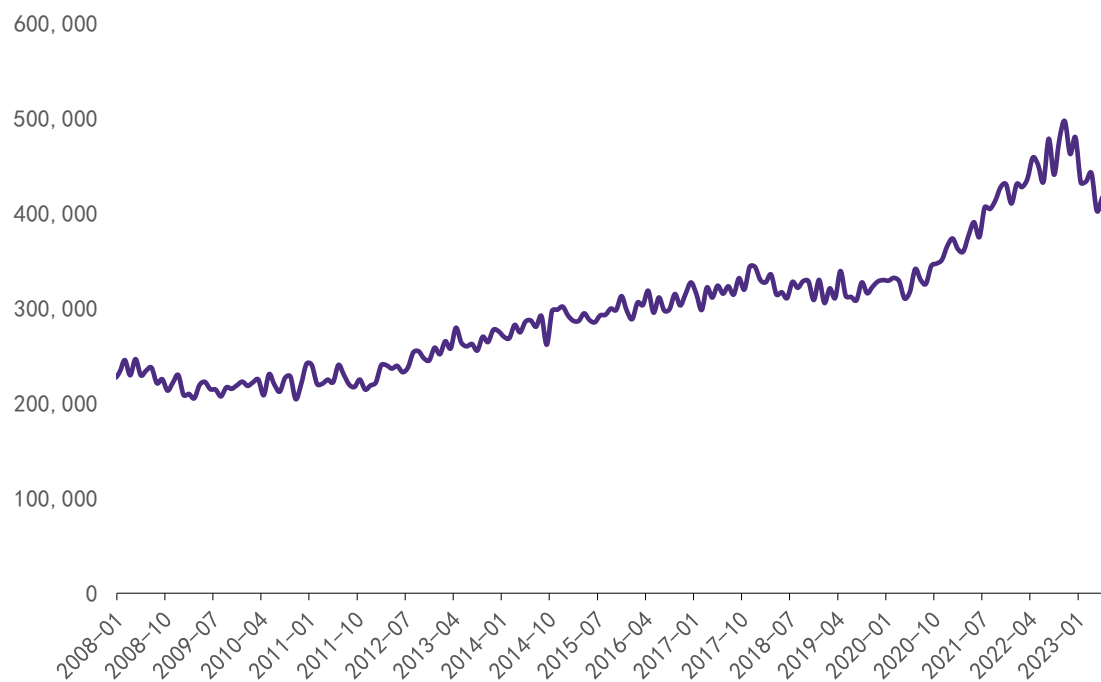


数据来源：CB，华鑫证券研究

地产回暖原因：房价低位和收入改善

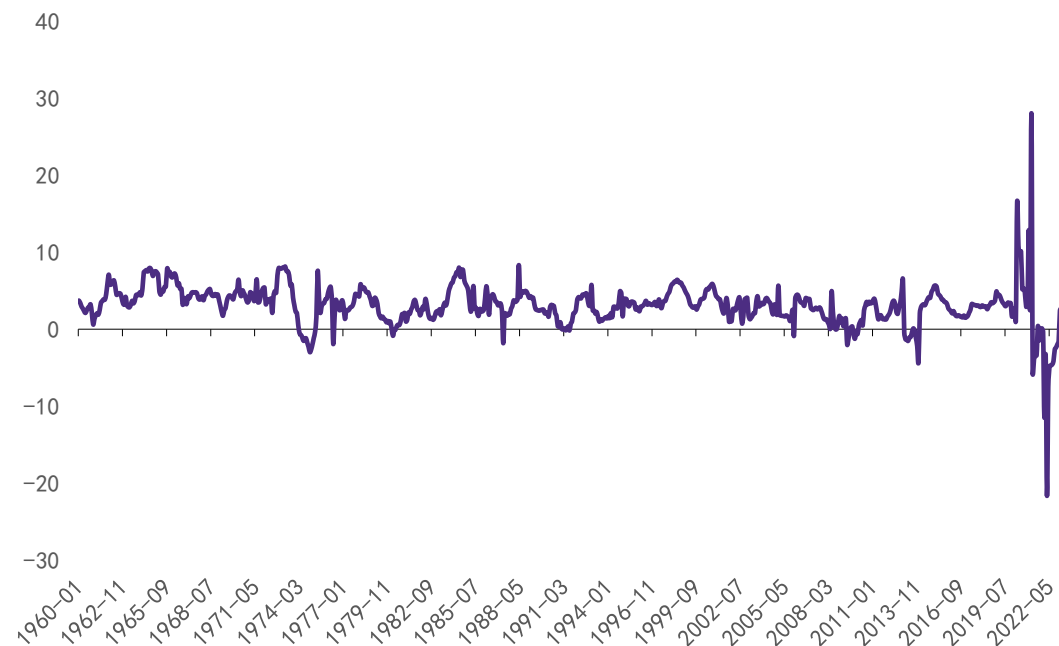
► 近期地产上行主要有两大支撑：一是地产价格还处在相对低位，近期有所回升；二是居民收入持续改善。

新建住房销售中位价仍在相对低位（美元）



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

居民收入持续改善（%）

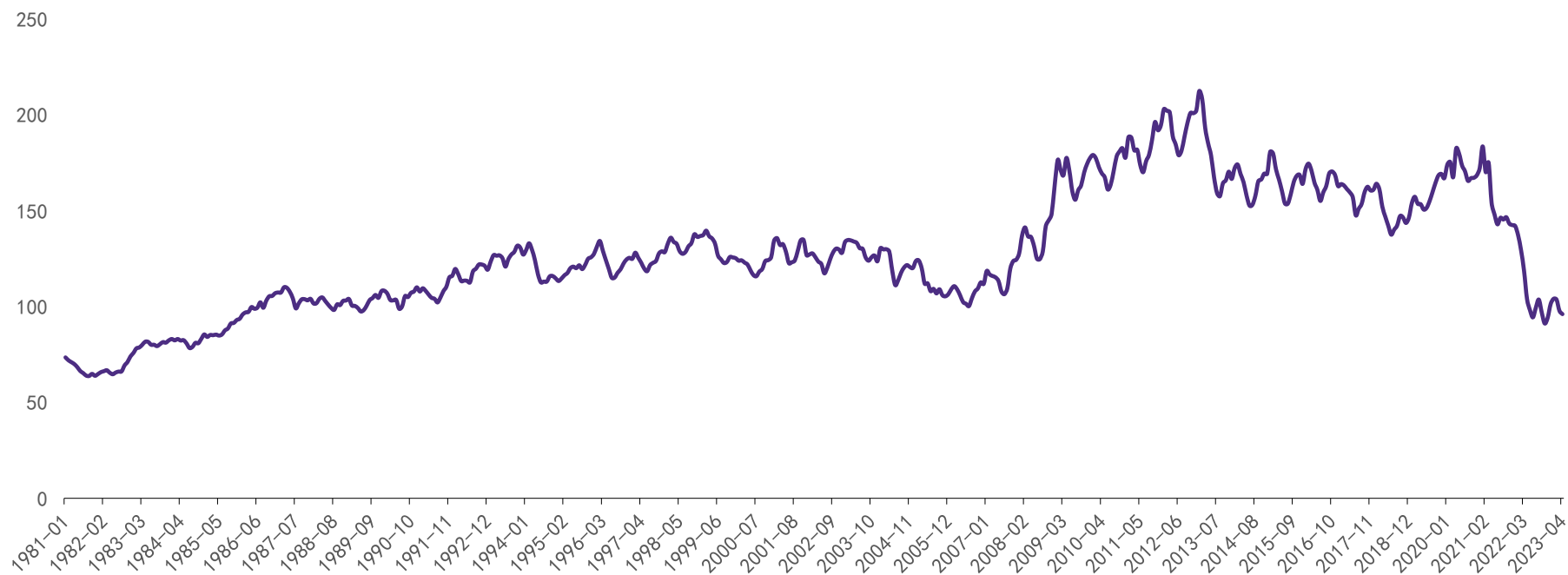


数据来源：FRED，华鑫证券研究所

地产回暖限制：居民购买力仍处于相对低位

➢ 从居民的购买力角度看，高利率下居民购房能力受到影响，已降至2008年以前的较低位置，会对地产回暖的持续性产生影响。

高利率水平下，居民购房能力大幅受挫

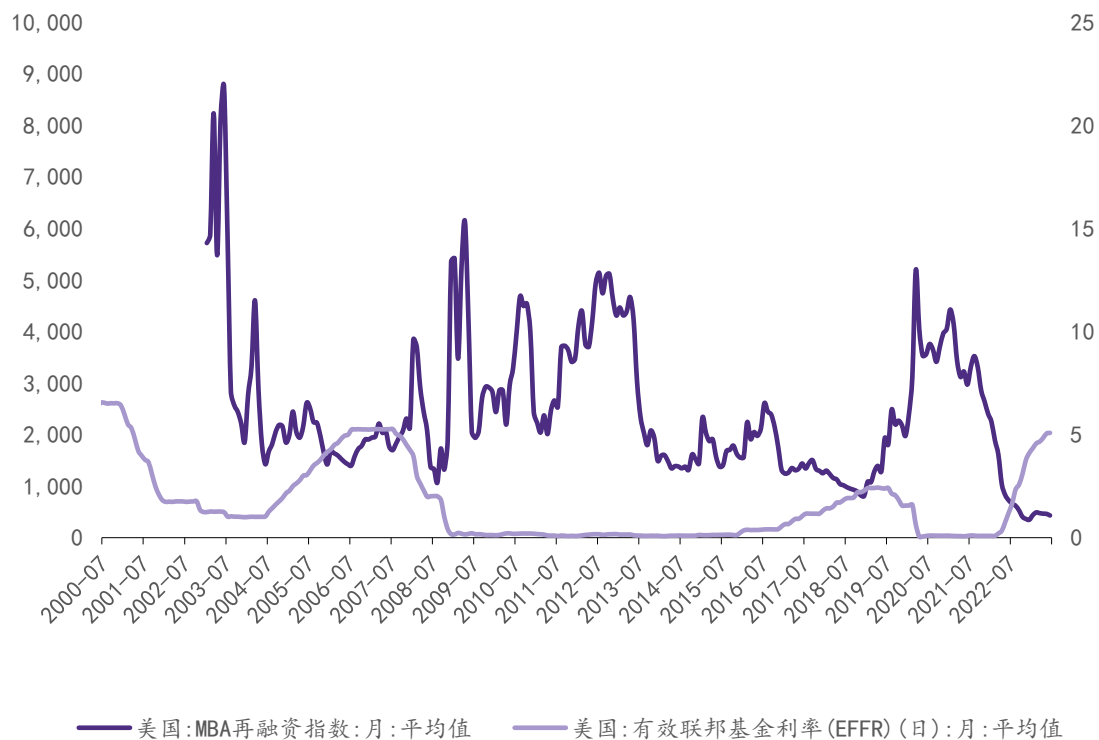


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

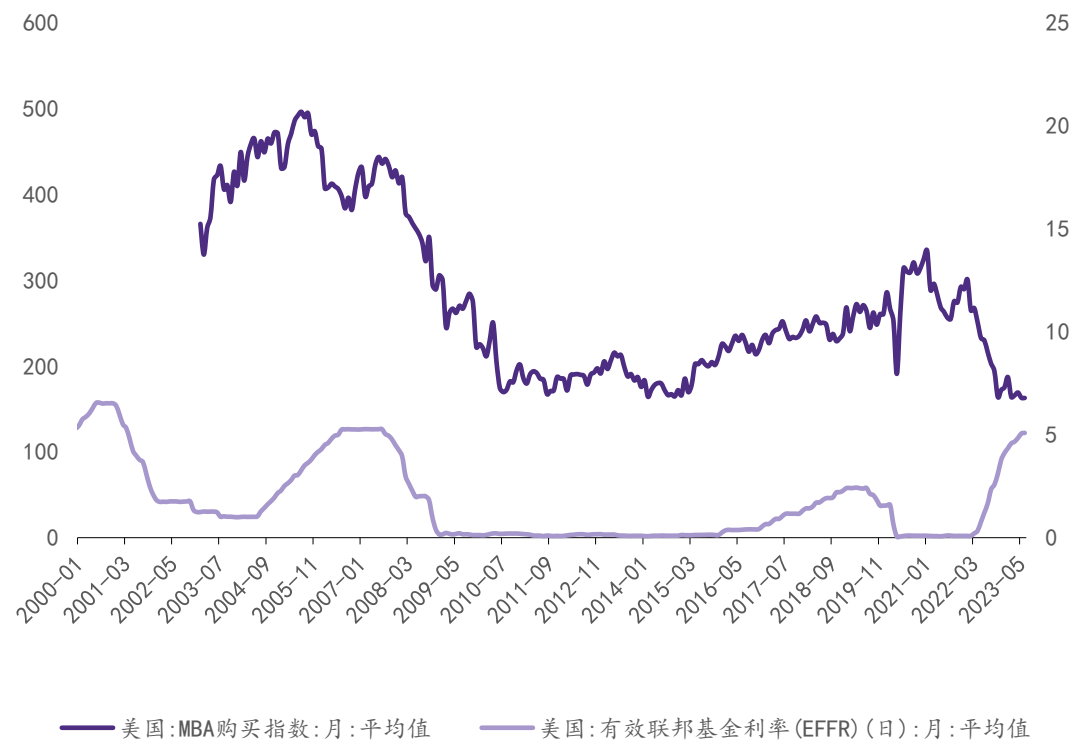
地产回暖影响：对房价和通胀的支撑有限

- ▶ 本轮地产回暖并不会给房价带来太强的助推，也不会对住宅通胀形成明显的支撑。
- ▶ 美国居民往往会在降息之后进行再融资降低还贷成本操作，高利率期间新购房人数仍相对有限，压制犹存。

再融资往往在降息后出现比较大的上行



购房往往受到高利率的压制

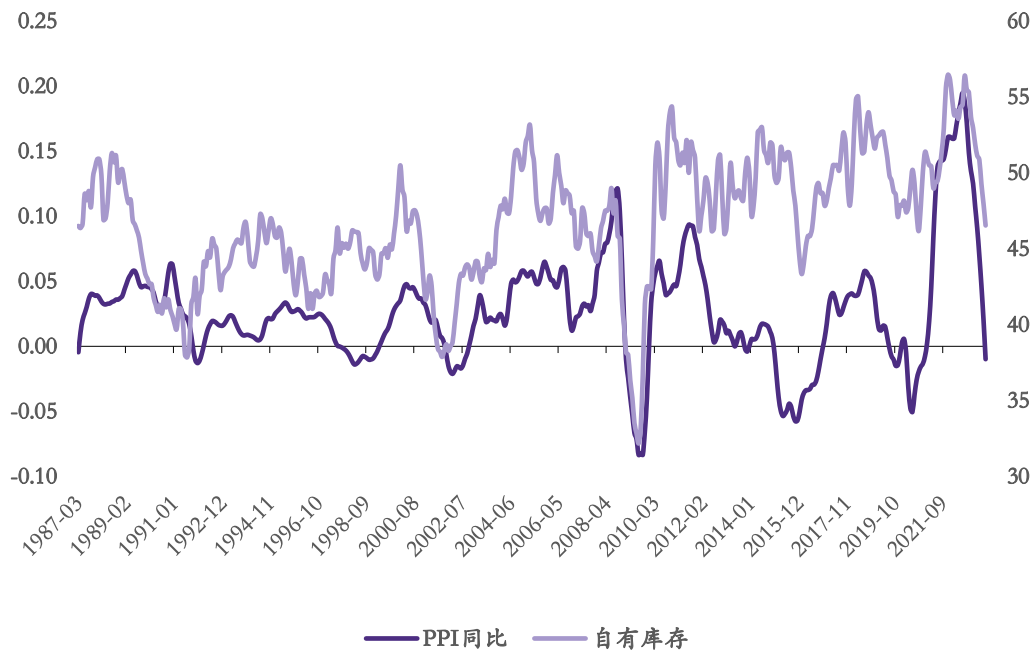


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

1.3 库存周期：仍在去库存，只是略有放缓

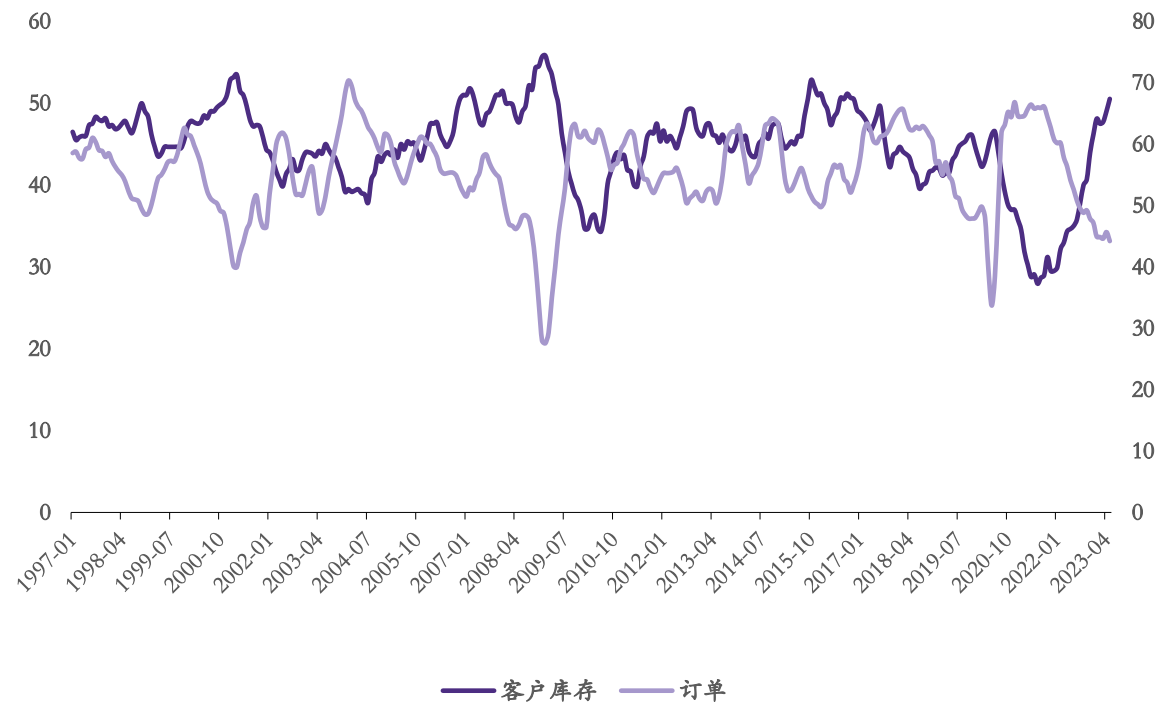
➤ 从库存周期看，当前美国仍处在主动去库存周期，客户库存处在相对高位，仍需一段时间才能进入到被动去库存的阶段，对应的经济压力仍值得关注。

PPI 仍未到底，本轮去库存周期仍未结束



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

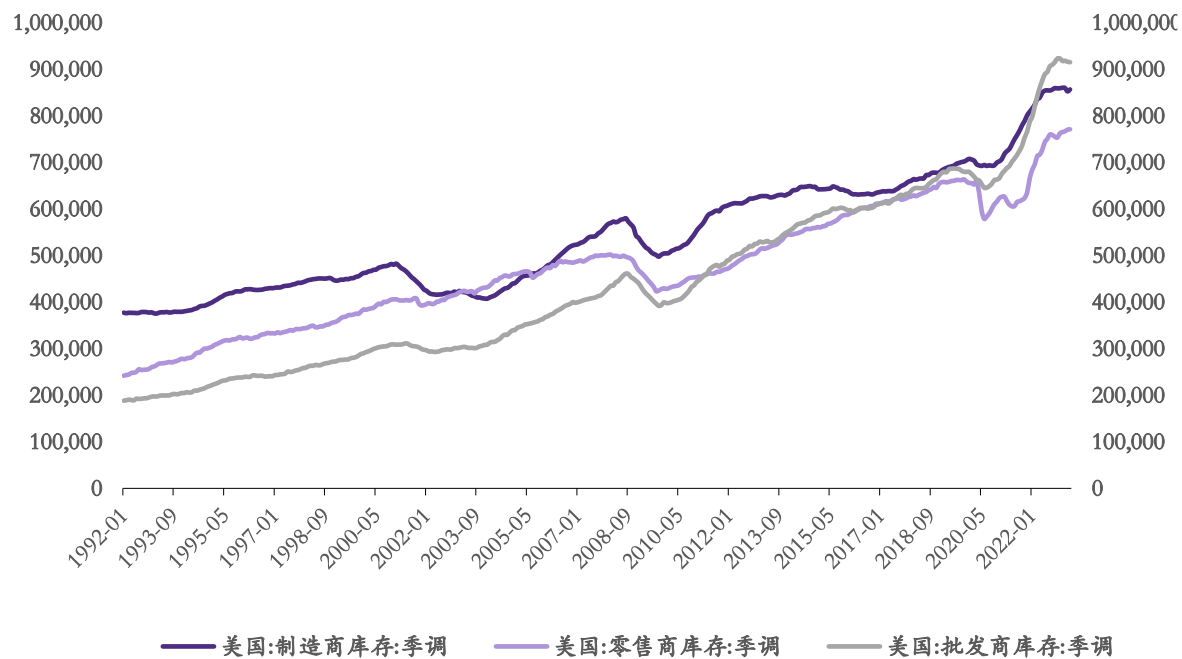
客户库存仍在高位，订单压力犹存



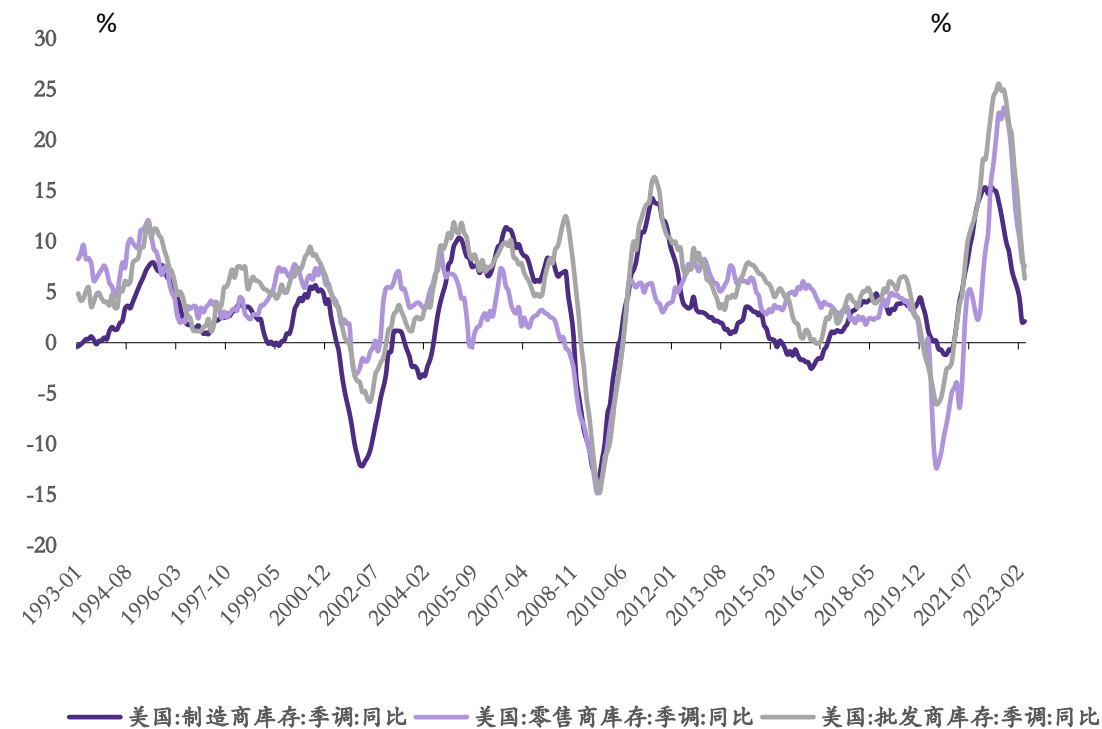
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

➢ 从各主体看，零售商、批发商和制造商均进入去库存周期。

库存从疫情后高点边际回落



本轮去库周期始于去年3季度

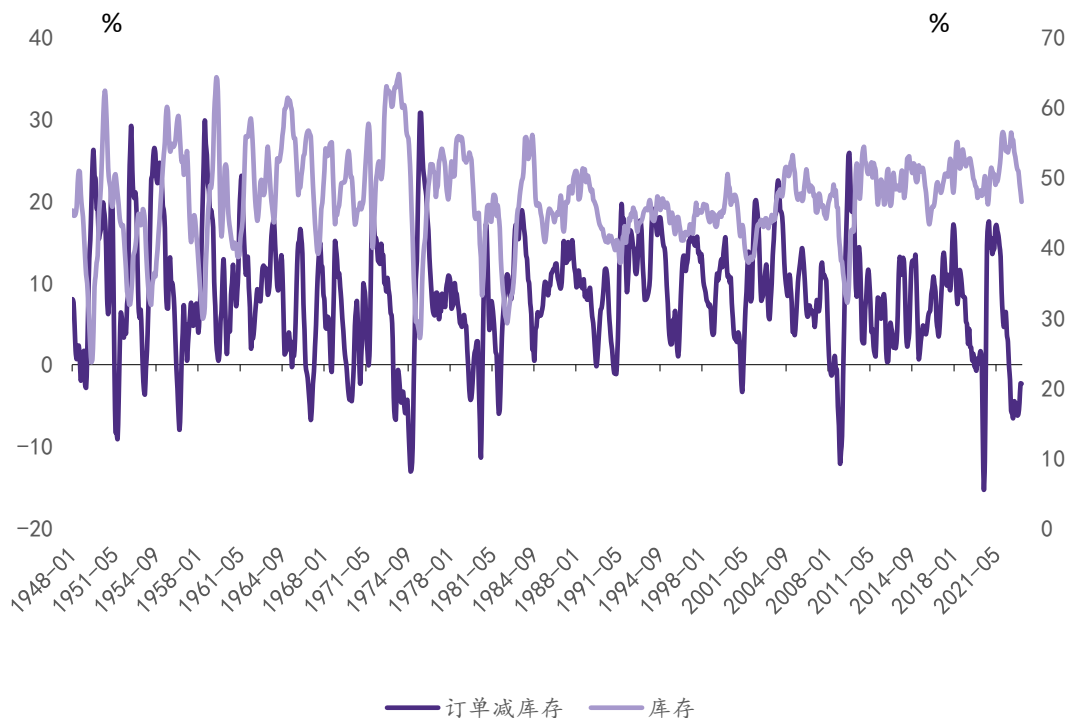


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

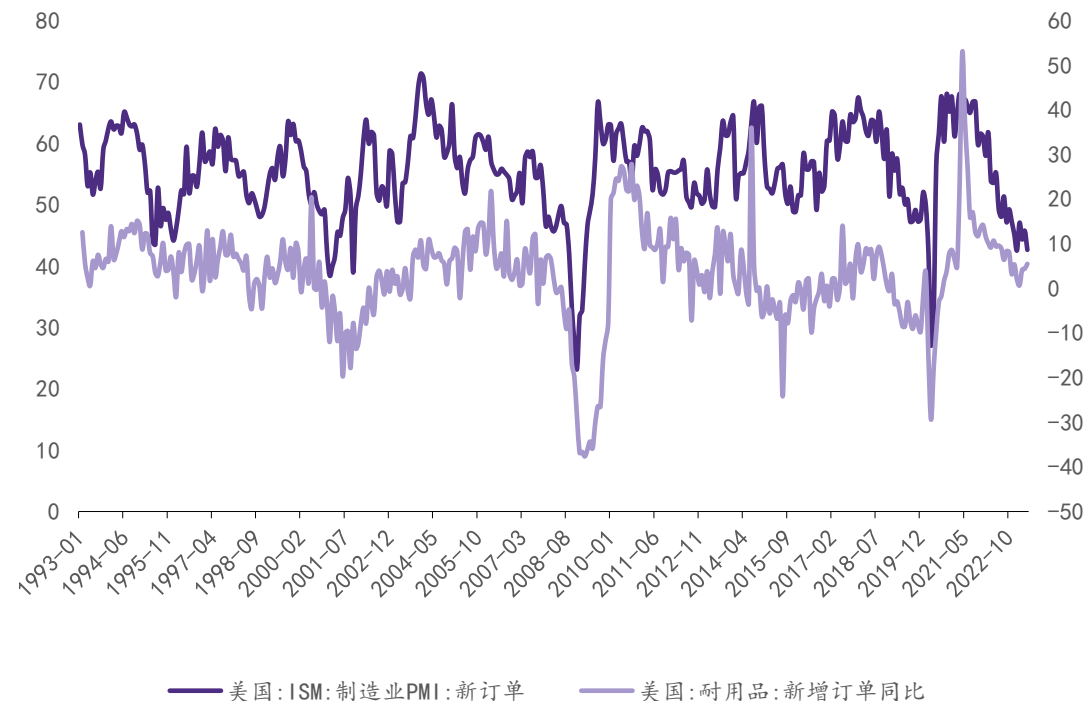
主动去库预计在三季度之后才能结束

- 从订单减库存的指标看，当前已出现了一定的回暖，后续去库的压力会逐渐减弱。
- 耐用品订单往往领先于PMI的订单指数回暖，但是当前消费的角度来说并没有出现持续上行的动能，更多的是去库的地步磨底，不能断言已经进入到了被动去库周期。
- 从历史规律看，美国主动去库周期往往要维持11-13个月，本轮去库周期从2022年三季度开始，预计要等到三季度之后才能看到本轮主动去库的结束。

订单减库存的指标已有一定的回暖



耐用品订单连续回暖，领先于新订单指数

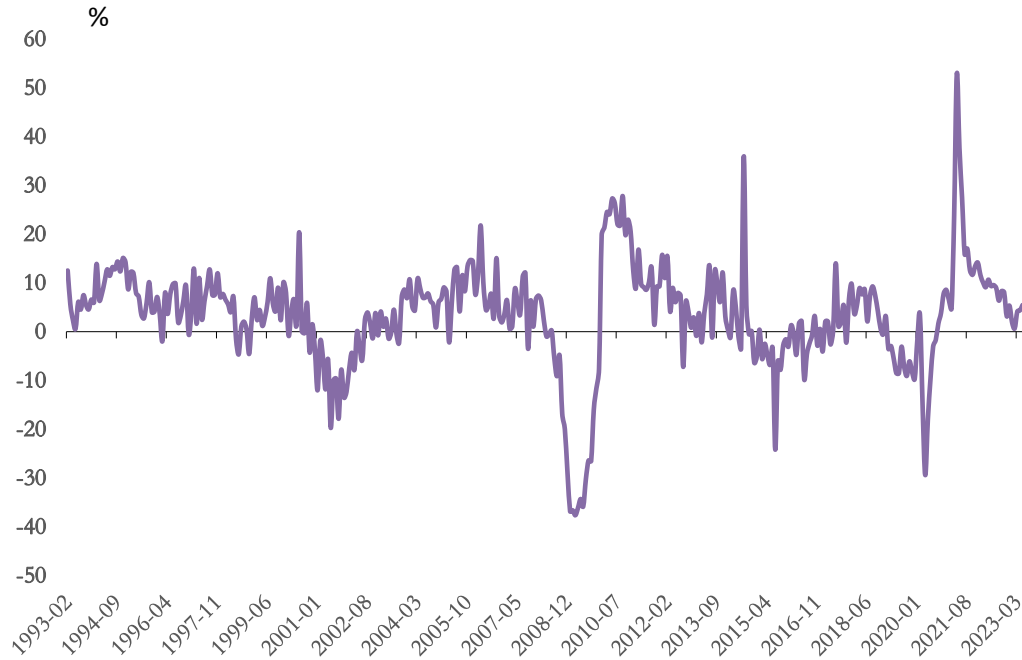


数据来源: wind资讯, 华鑫证券研究

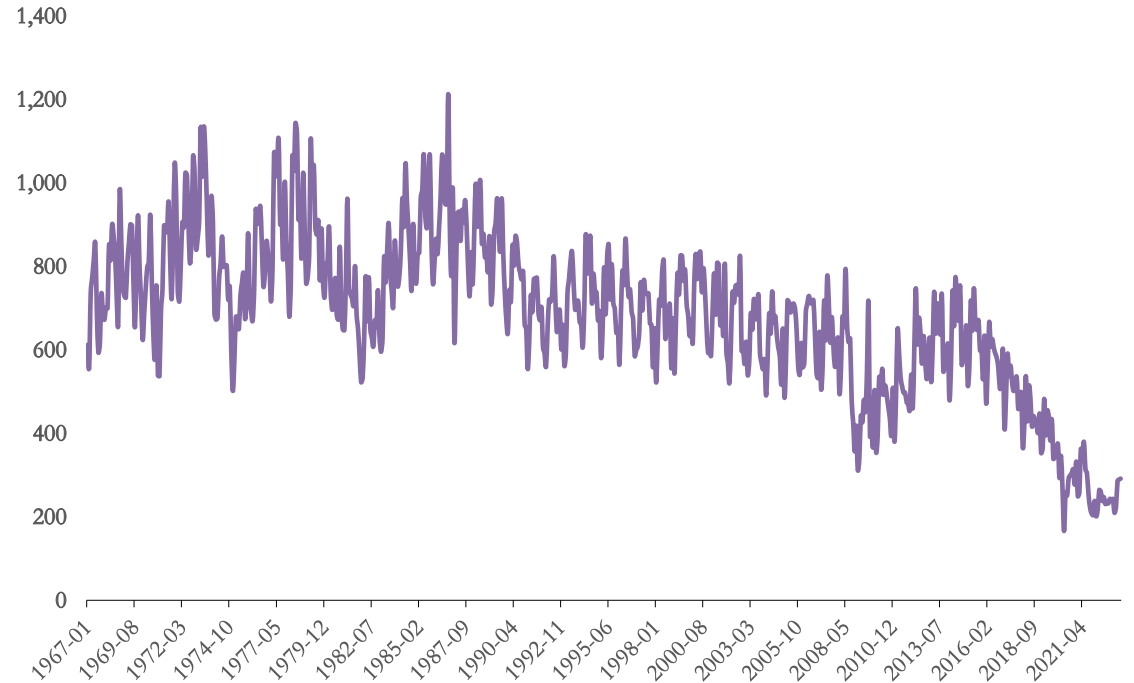
1.4 消费：商品和服务超额回补，后劲不足

- 疫情后美国经历了商品的过热复苏，之后服务快速回补。
- 当前服务回补一段时间之后，商品消费再度回升，耐用品订单和汽车销量均出现了回弹，显示居民对于商品消费的倾向有所提升。

耐用品订单回升



汽车销量触底回升



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

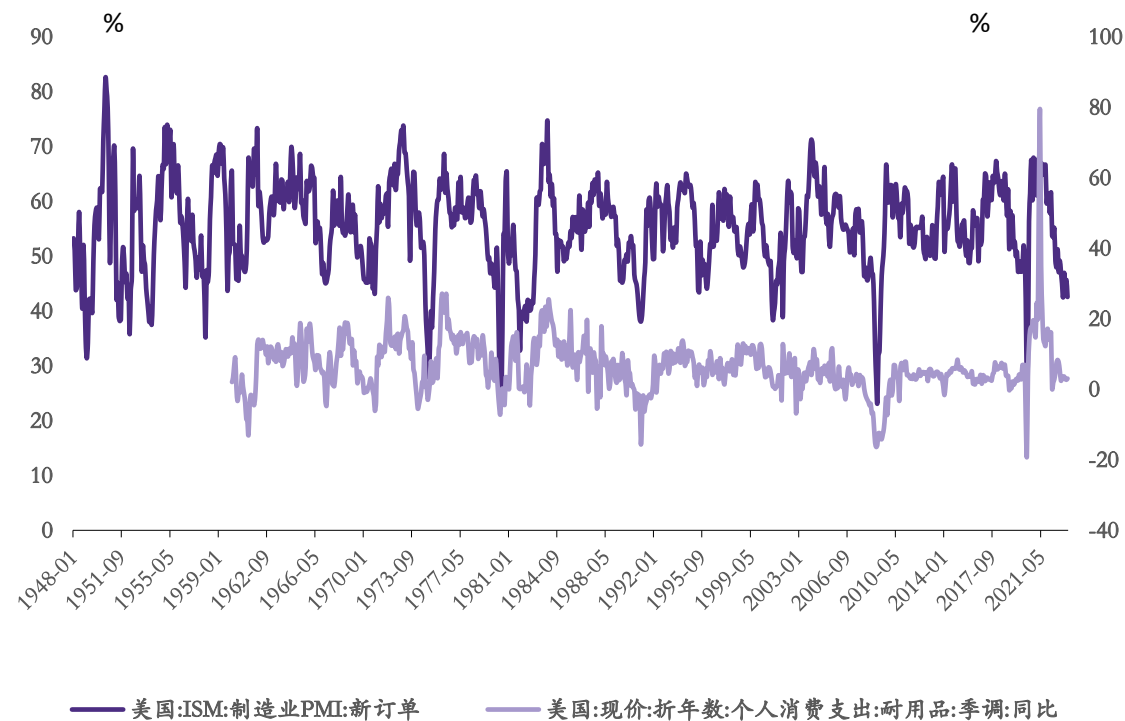
服务消费和耐用品消费走势背离

- **服务消费承压：**从先行指标看，服务业PMI商务活动指数往往领先于服务消费，当前仍在持续下行，表明服务消费的压力仍存。
- **耐用品消费回暖：**与服务消费相对的是，耐用品消费往往领先于PMI订单指数，当前已经出现了一定的反弹。

服务消费先行指标服务PMI商务指数仍在下行



耐用品消费先于订单指数回暖

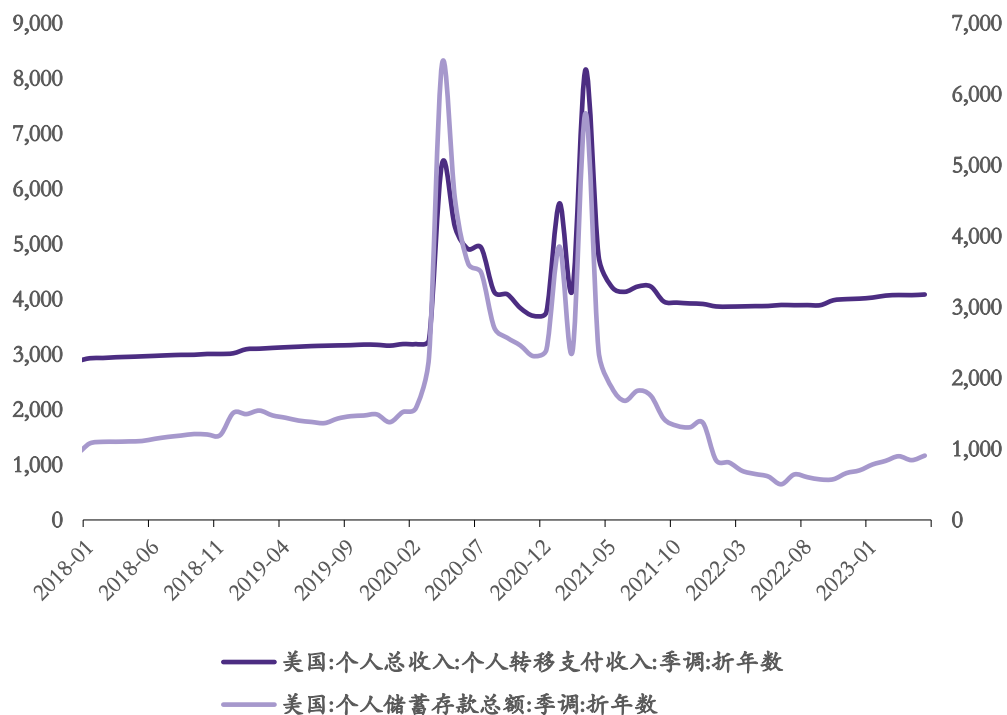


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

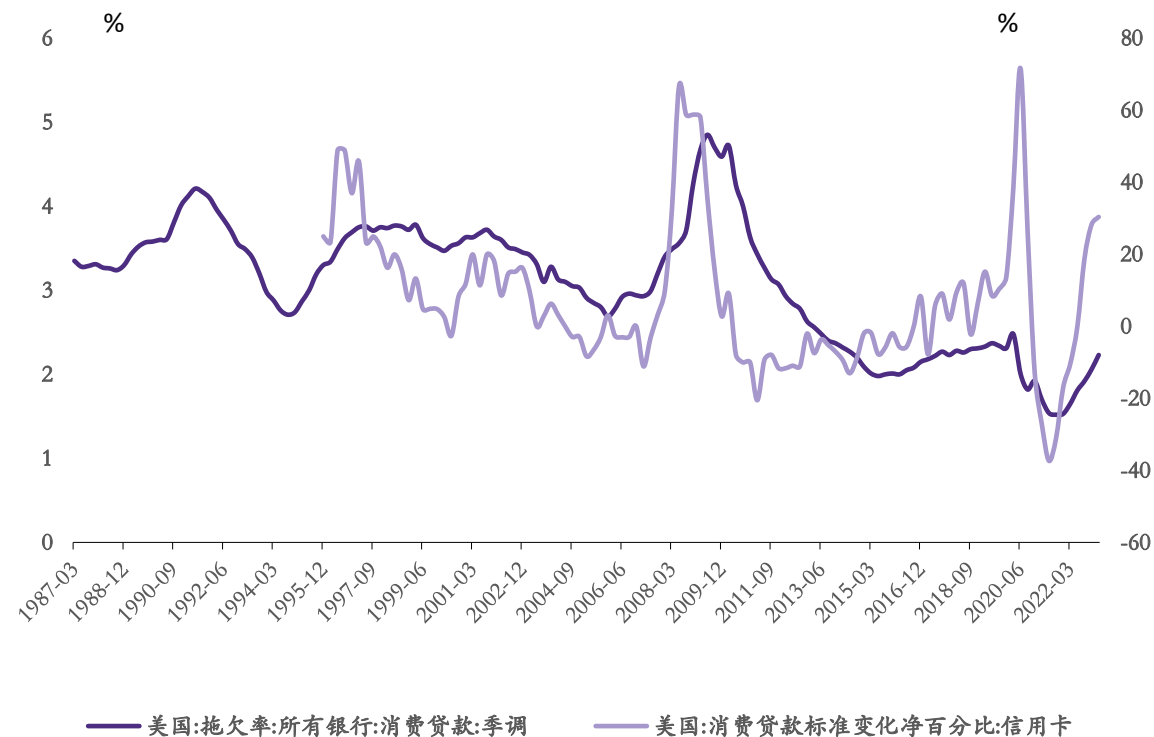
居民收入难有高增长，消费支撑减弱

- 拉长周期来看，劳动市场持续降温，居民收入高增长难以持续，且转移支付收入减少，收入端对消费支撑有所减弱。
- 当前美国已出现了消费贷拖欠率的抬头，信用卡使用率也再度上行。

转移支付收入减少，储蓄更依赖居民收入



消费贷拖欠率和信用卡使用率上行

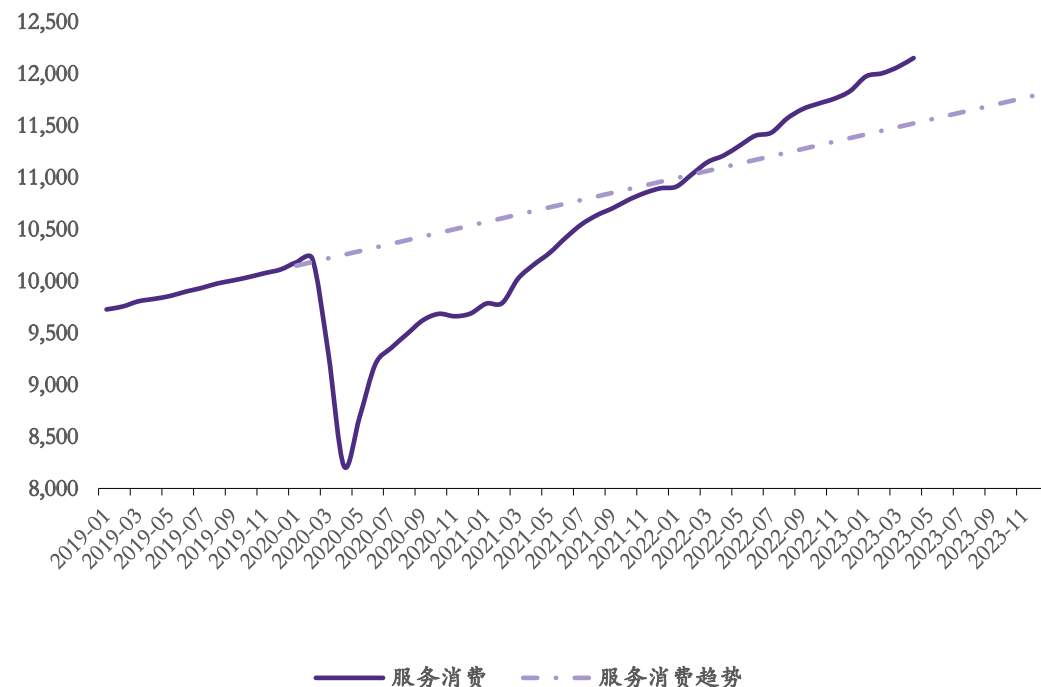
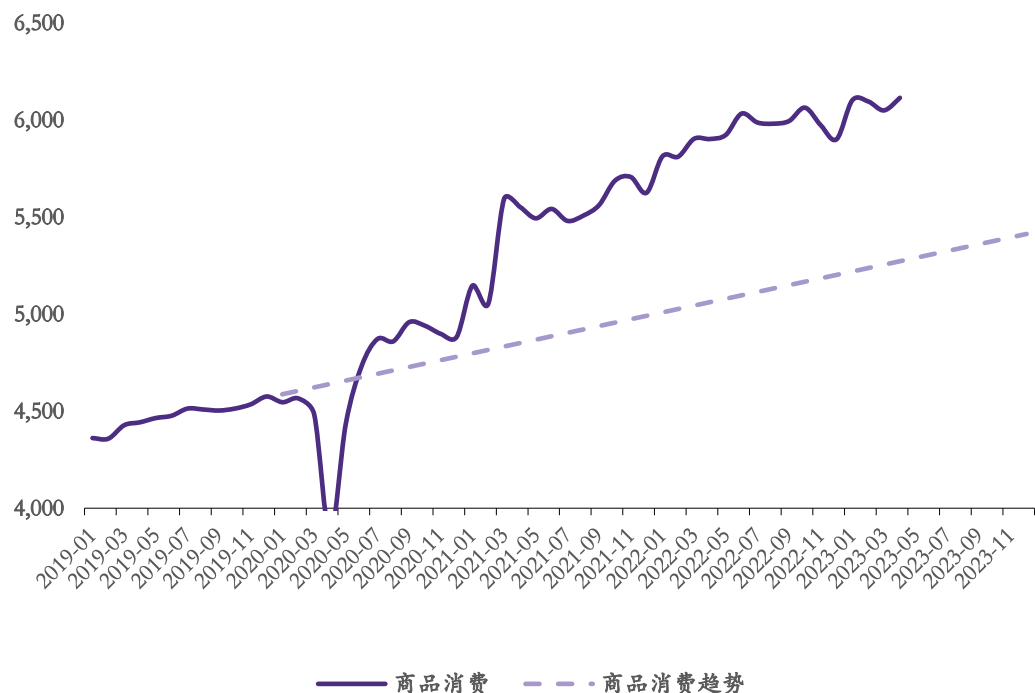


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

商品和服务消费回补已超均值，后续或为衰退导火索

- 往后来看，疫情快速回补后，商品和服务消费都在均值之上，高增速难以为继；
- 后续整体消费有下行压力，或是衰退的主要触发因素。

当前商品和服务消费均在2018-2019趋势线之上（十亿美元）

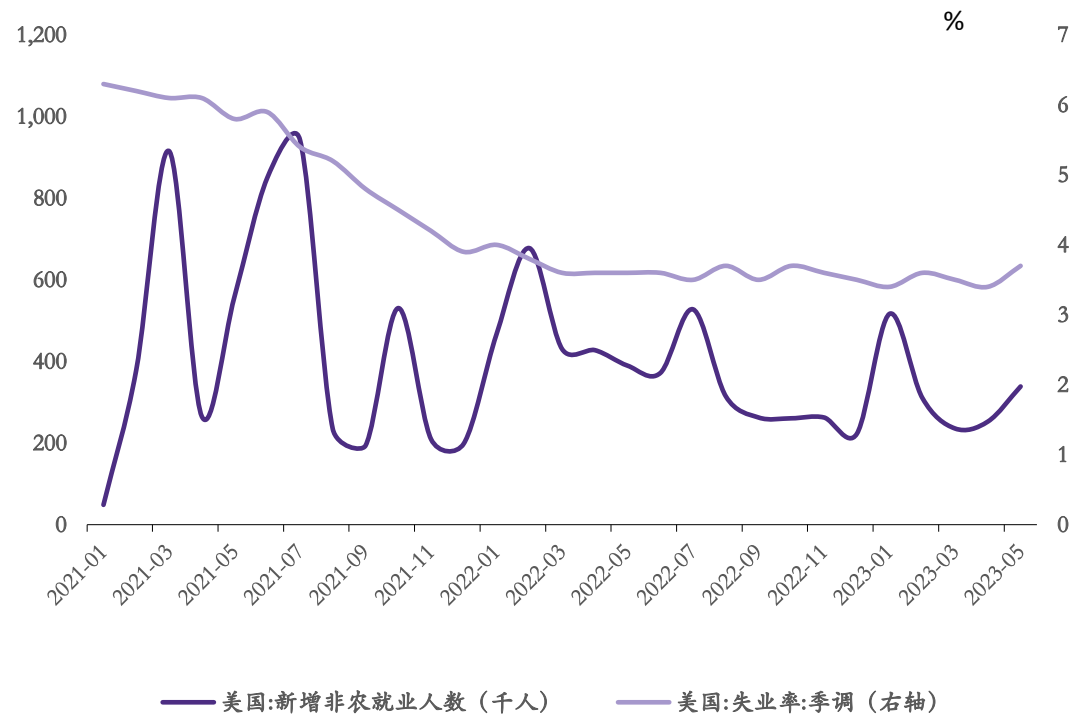


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

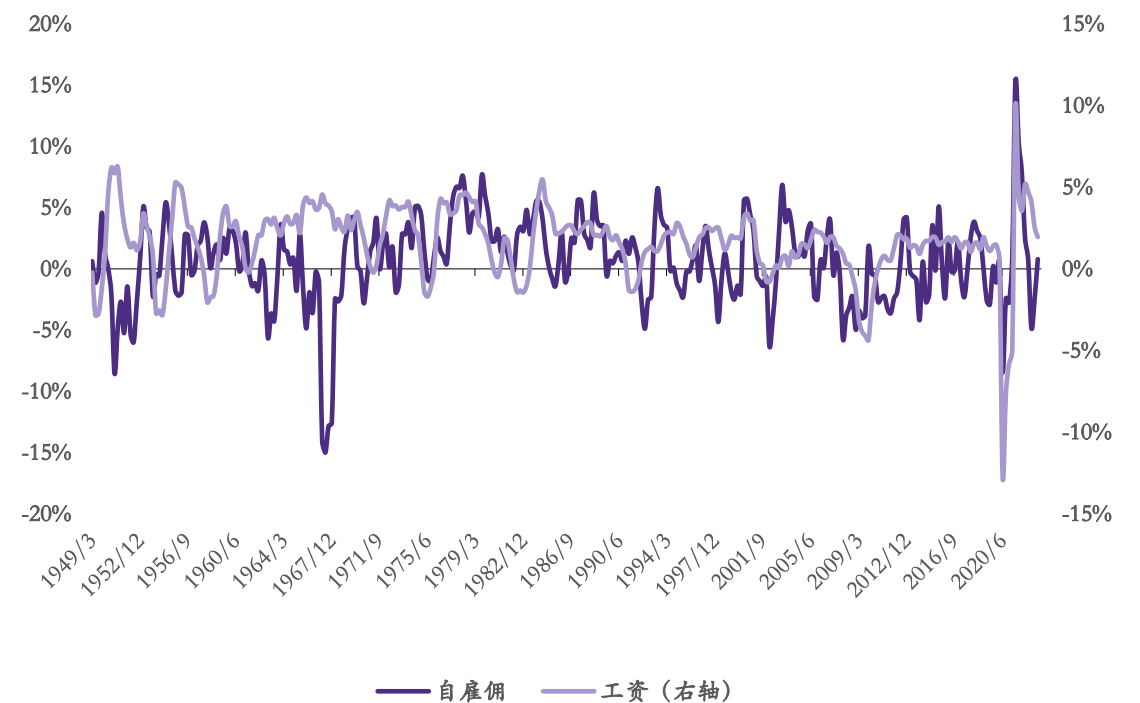
1.5 劳动市场：紧张局势缓和，但降温较为缓慢

➤ 当前劳动市场出现了新增就业和失业率的背离：主要是家庭统计的自雇佣开始转向公司岗位，造成了短期失业率的上行和新增就业的增加。

失业率上行和新增就业增加的背离



自雇佣和企业员工走势往往相反

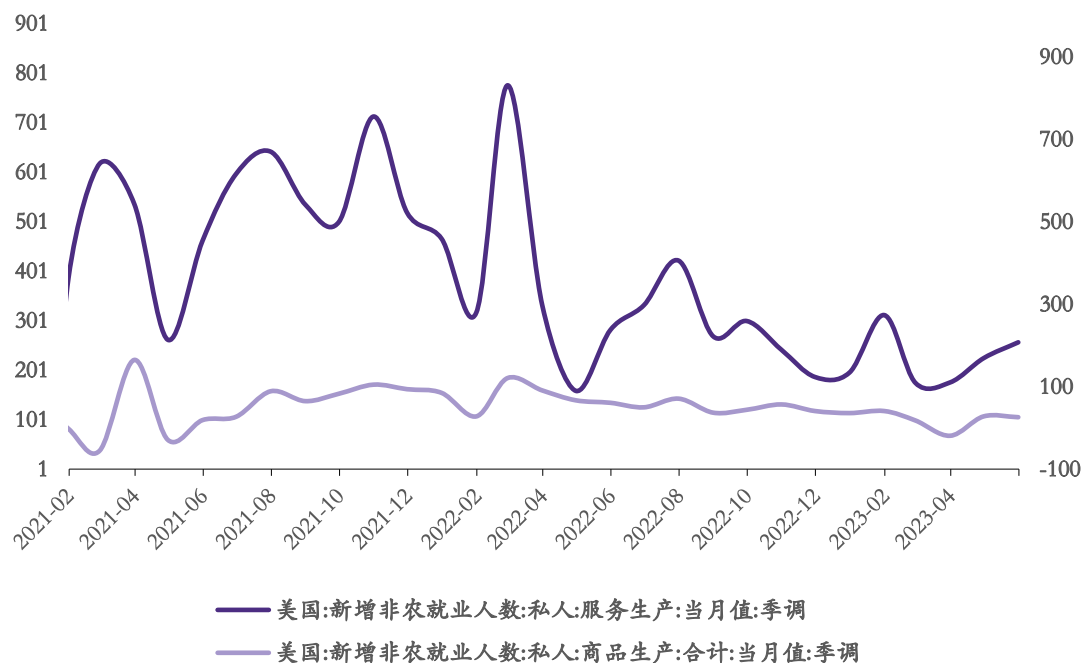


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

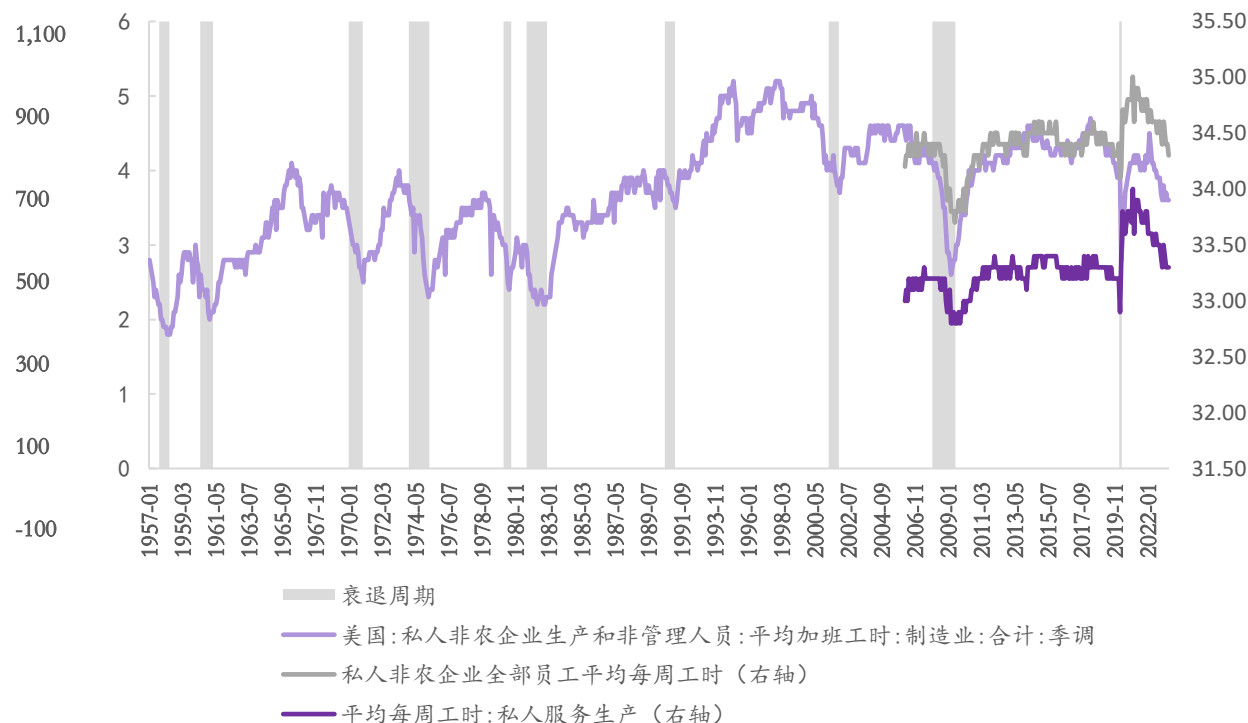
劳动力市场：结构再度切换，劳动时间减少

- 美国劳动力市场同样出现了商品和服务的结构切换：制造业就业边际回暖，而服务业就业出现了绝对值中枢的下移。
- 劳动时间减少，表明劳动力市场紧张局势已有缓解。

服务就业人数中枢下移，而制造业有所回升



劳动时间减少，同样验证劳动力市场有所降温

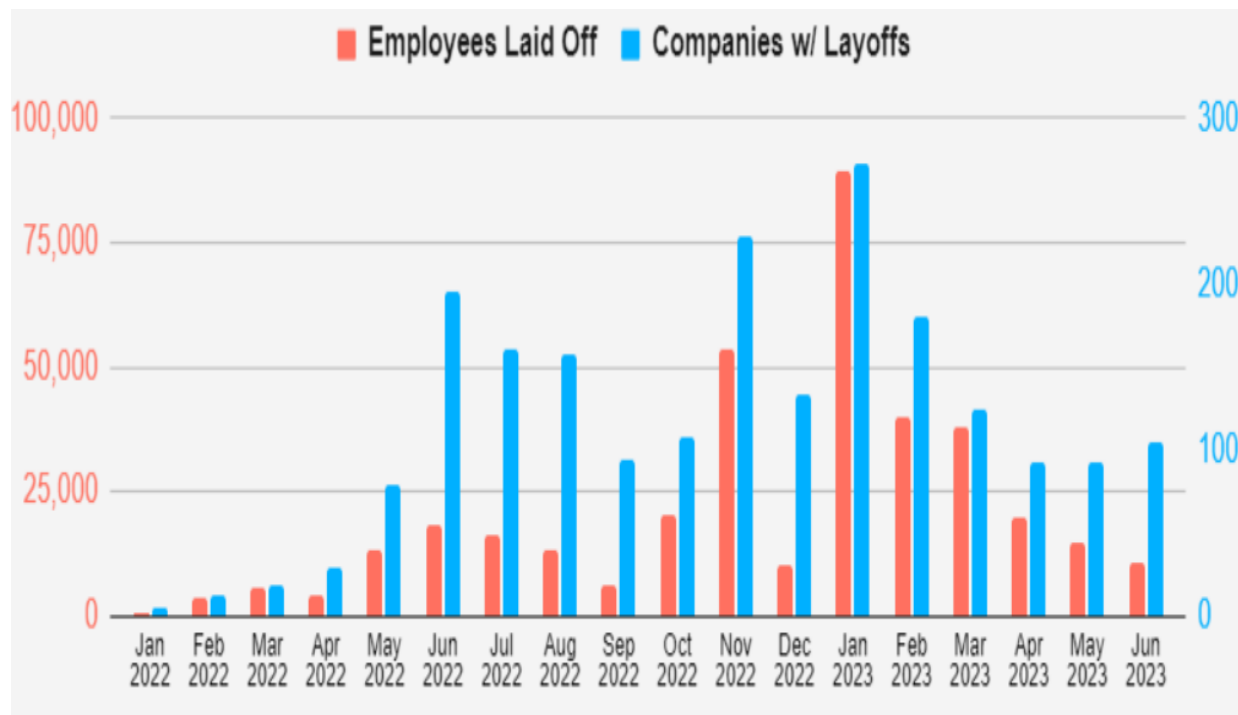


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

科技公司再度裁员，高频就业数据回落

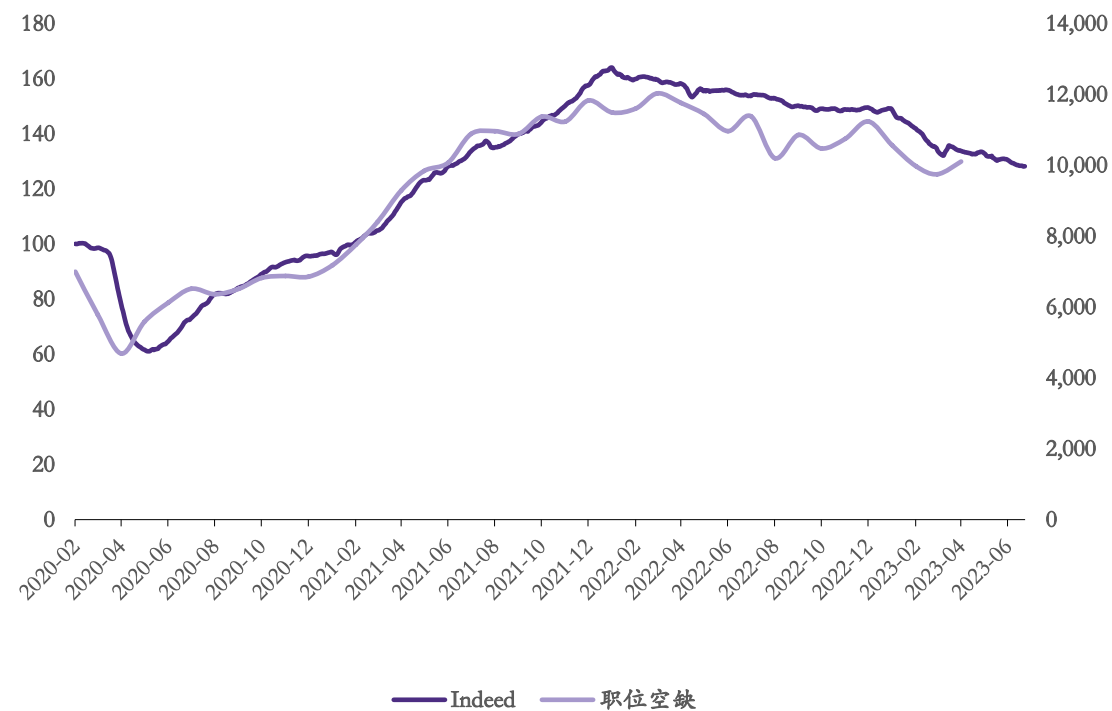
- 美国劳动市场开始降温，科技公司裁员再度上行；
- 按照线性推断的Indeed数据仍要等到2024年10月左右才会回归到100的水平（疫情前的水平），表现就业市场降温的大趋势已定，但降温速度较为缓慢。

裁员的科技公司数目再度出现了上行



数据来源：Layoff，华鑫证券研究

Indeed数据显示就业市场开始缓慢降温



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

1.6 通胀：趋势下行，阶段性抬头不足为惧

➢ 核心通胀和PCE数据同步下行，美国通胀压力有所缓和。

核心通胀已出现了一定的回落



PCE数据也开始快速下行

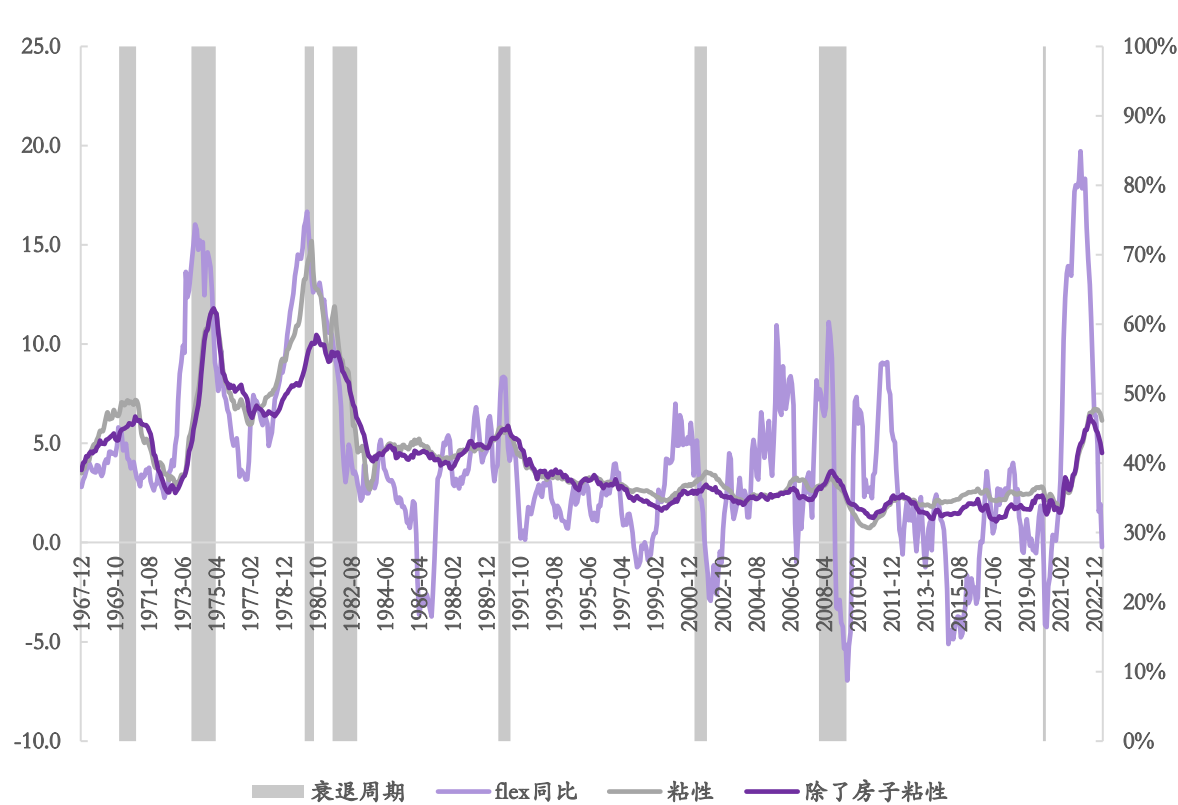


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

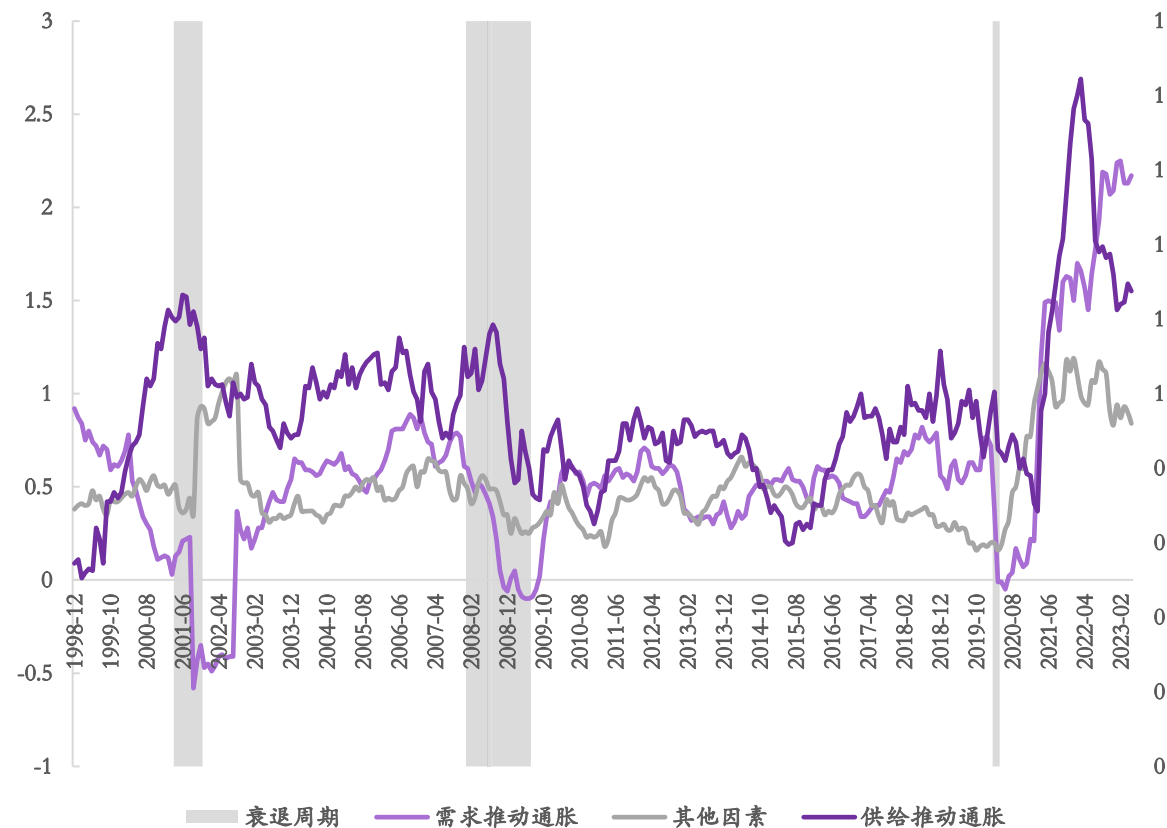
通胀粘性回落，关注需求变化

- 通胀粘性也出现了回落，住宅项是当前最主要的粘性通胀支撑，也会有所缓和。
- 当前通胀的推动因素也出现了转变，从过去的供应链主导变成了需求链主导，关注后续的需求变化情况。

通胀黏性触顶回落



需求成为后续通胀的主要影响因素

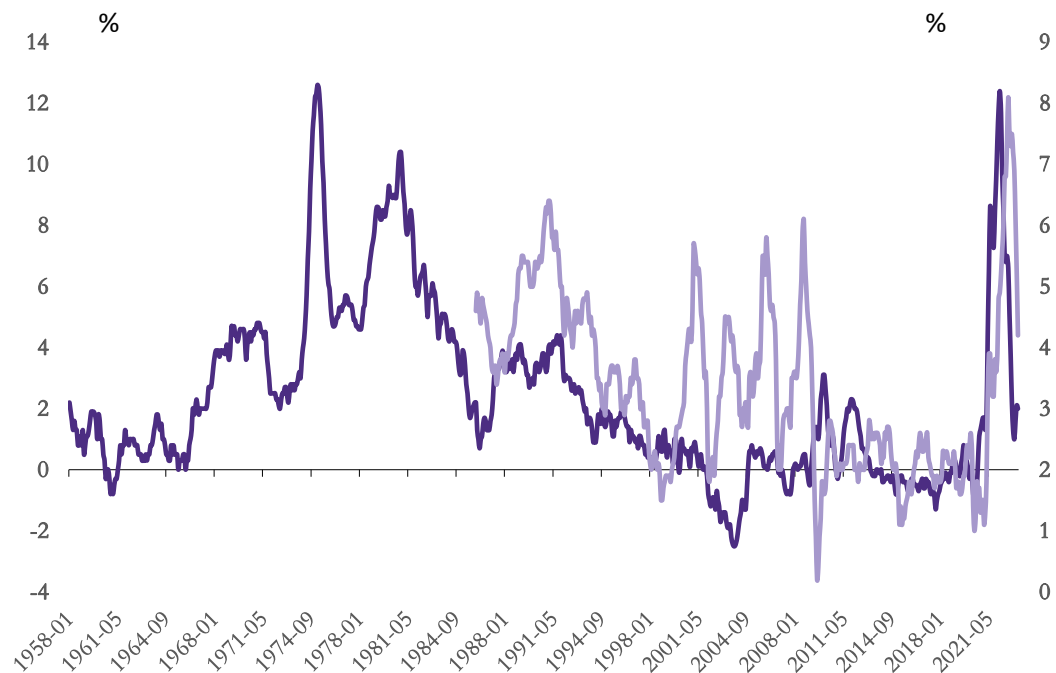


数据来源：旧金山联储，华鑫证券研究

商品通胀阶段性抬头，核心通胀支撑减弱

- **近期商品通胀抬头，无需过度担忧：**一方面，整体商品通胀占CPI比重过低；另一方面，当前需求主导的通胀对价格的助推作用有限。
- **核心通胀支撑减弱：**住宅项通胀触顶回落，预计对于核心通胀的支撑会进一步减弱。

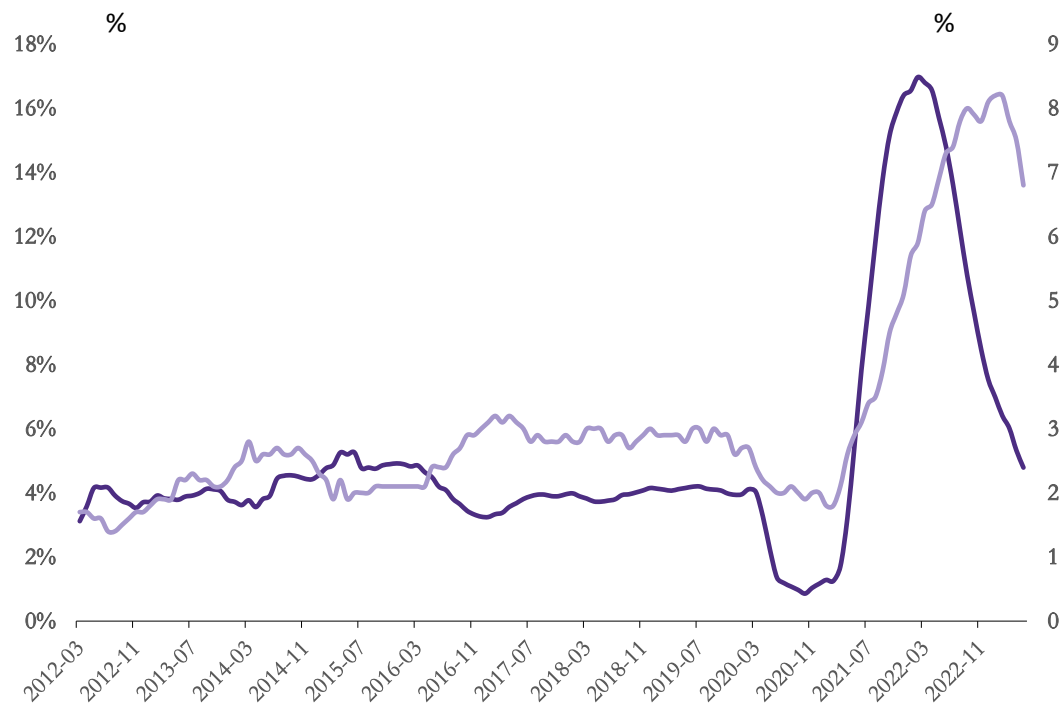
商品通胀上行而服务通胀持续回落



— 美国:CPI:商品,不含食品和能源类商品:季调:同比 — 美国:CPI:服务,不含住房租金:季调:同比

数据来源: wind资讯, 华鑫证券研究

住宅项对于核心通胀的支撑预计进一步减弱



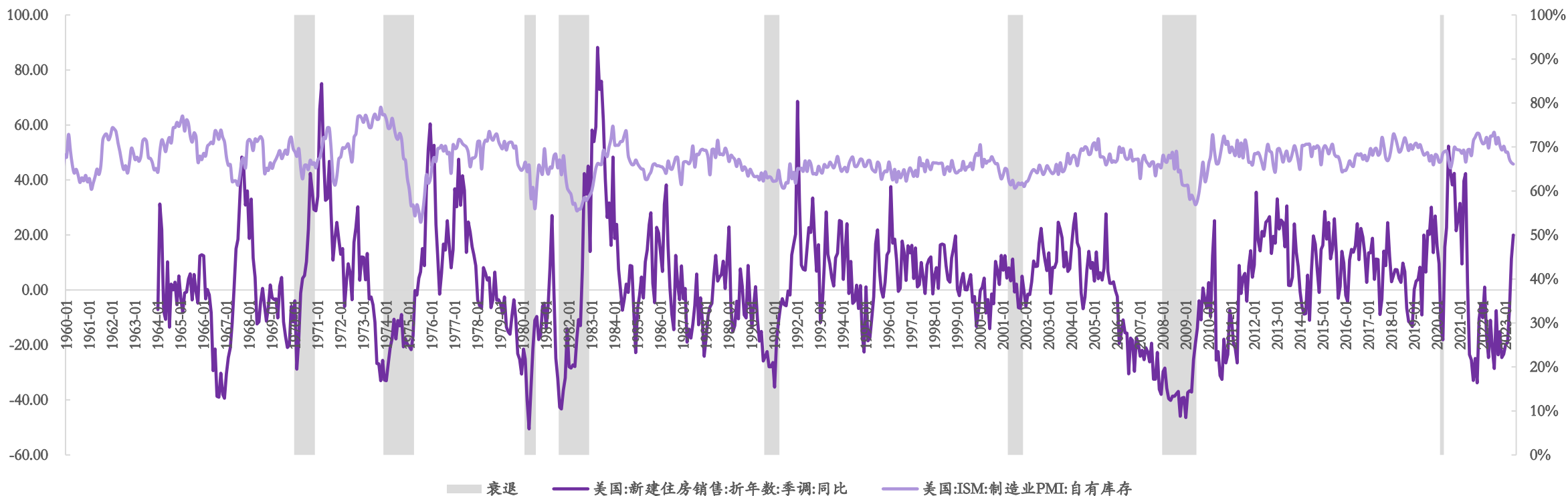
— 租金变化 — 住宅CPI

数据来源: Zillow, wind资讯, 华鑫证券研究

1.7 宏观经济：库存回落经济偏弱，地产回温不改衰退

- **美国经济动能切换：**去年以来的商品弱服务强格局变成了商品反弹、服务下行；超储消耗之后收入增长接棒，消费韧性犹存，具体表现为耐用品消费修复，制造业就业回暖。
- 但是疫后消费超额回归，后劲开始不足，后续消费回落压力仍需警惕。
- 地产周期边际反弹并非反转，去库存仍未结束，两者叠加出现，衰退可能性并未排除。
- 就业市场开始降温，核心通胀支撑减弱，通胀抬头空间不大，预计在3%-4%区间震荡。

库存回落经济仍弱，地产回温衰退难改



数据来源：wind资讯，FRED，华鑫证券研究

1.8 货币政策：预计还有一次25BP加息，之后年内高利率悬挂

- **当前联储不至于太激进**：一方面后续通胀压力不大（破4入3）；另一方面，劳动市场持续缓解（indeed指数）；
- **联储政策信号意义高于实际加息影响**：更倾向于高利率悬挂而非重启加息进程，考虑到地产周期回暖和消费修复的支撑，后续再加一次25BP的可能性犹存。

CME预测今年仍有一次25BP加息，之后是高利率悬挂

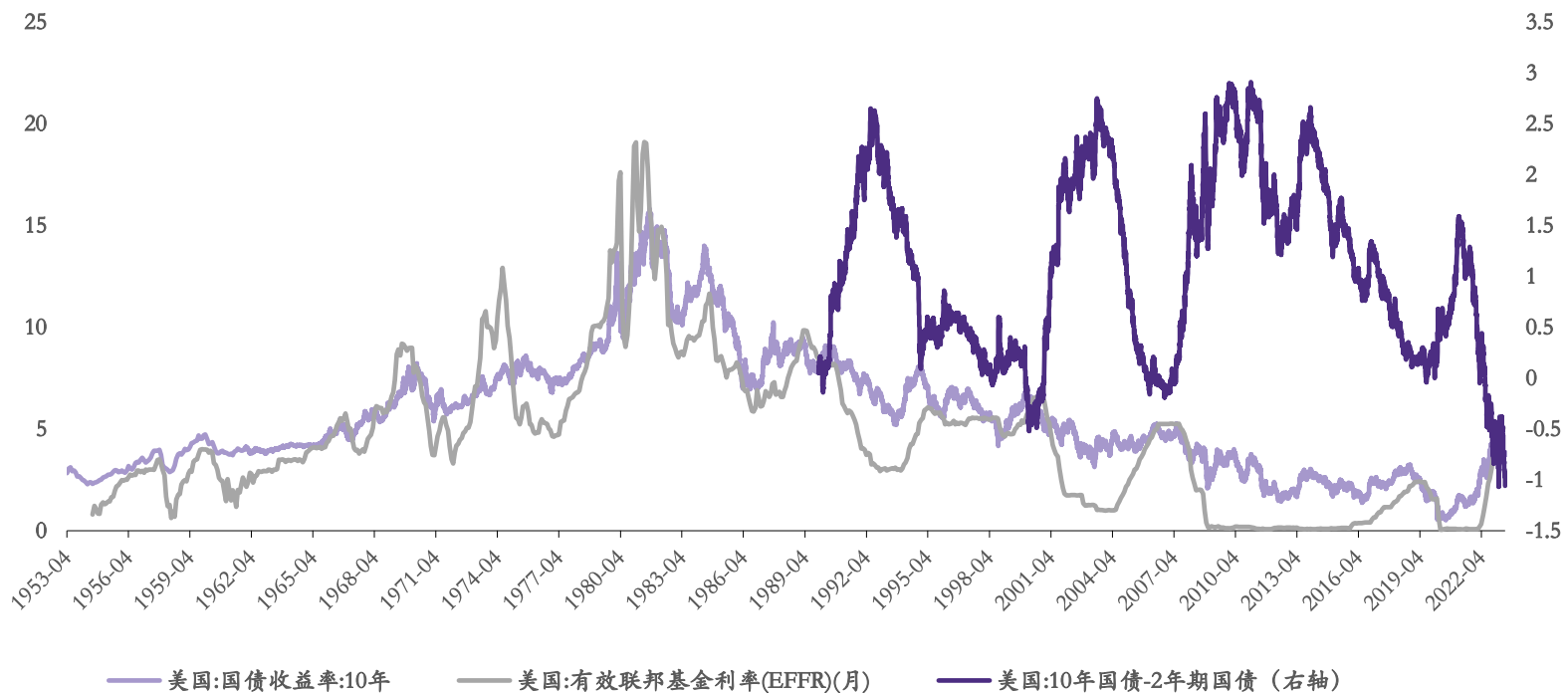
MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
26/07/2023				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	86.8%	0.0%	0.0%
20/09/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	69.1%	20.8%	0.0%
1/11/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	54.0%	33.2%	5.3%
13/12/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.2%	51.4%	29.7%	4.7%
31/01/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	27.4%	43.4%	20.4%	2.9%
20/03/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	16.5%	35.4%	31.9%	11.7%	1.5%
1/05/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.3%	32.3%	32.5%	15.0%	3.1%	0.2%
19/06/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	22.5%	32.4%	24.5%	9.6%	1.8%	0.1%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	19.4%	30.3%	26.2%	12.8%	3.5%	0.5%	0.0%
25/09/2024	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.3%	28.5%	26.8%	14.9%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%
6/11/2024	0.0%	0.7%	4.9%	15.5%	26.8%	27.1%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
18/12/2024	0.4%	2.8%	10.3%	21.3%	27.0%	21.8%	11.5%	4.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

数据来源：CME，华鑫证券研究

1.9 美债：收益率高位运行，关注衰退交易的拐点

- 高利率悬挂期间，美债较为坚挺，收益率整体维持在相对高位，难有趋势性下行。
- 但美债也往往会先于降息落地而提前开启衰退交易，通常在经济条件走弱或者是降息预期形成之后，便开始出现收益率下行。
- 下半年美国经济虽有衰退风险，但结构性韧性仍存，且2023年不降息的预期较为坚固，因此美债收益率难有趋势性下行，但是上行空间也相对有限，更多是震荡态势。

美债在高利率悬挂阶段等待经济走弱或者降息的信号 (%)

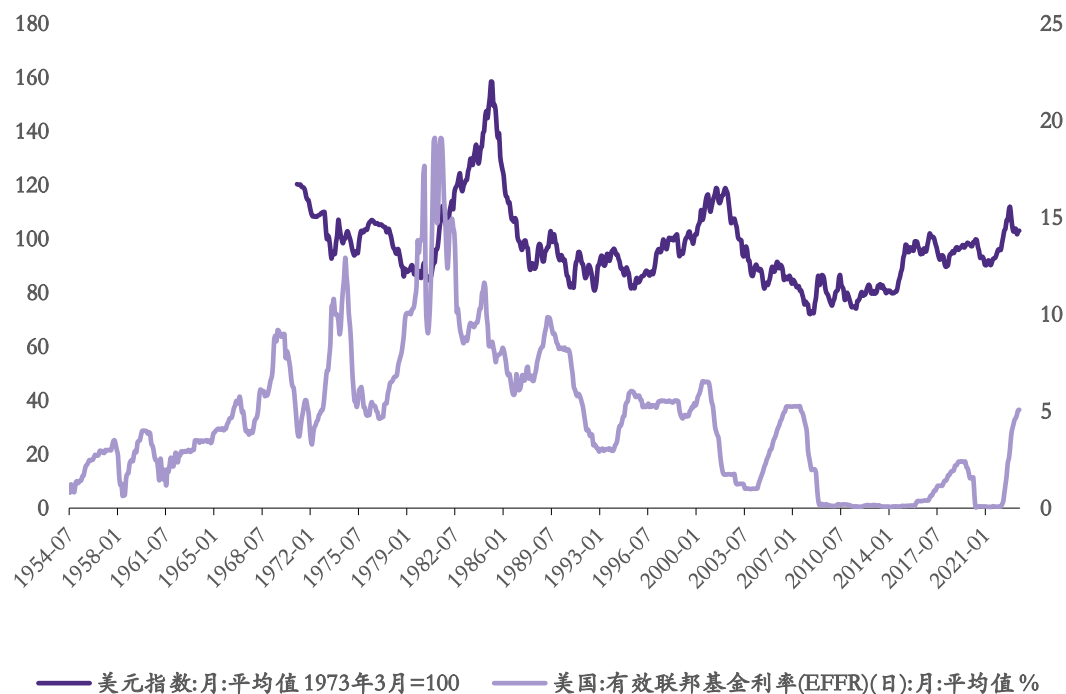


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

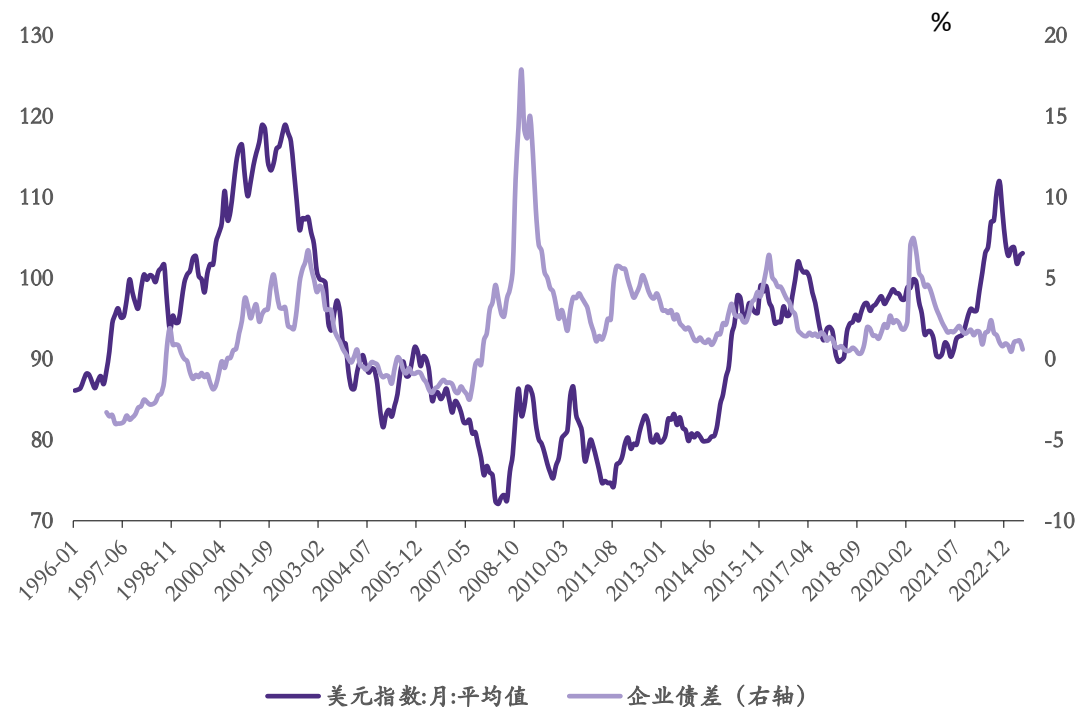
1.10 美元指数：支撑犹存，高位震荡

- 美联储2023年降息概率极低，高利率悬挂会从相对收益的角度为美元形成支撑。
- 但从历史回顾看，美元不一定受益于高利率悬挂，主要是美国利率虽在相对高位，但经济开始走弱以及外部影响加剧美元波动。
- 当前美国利率高位悬挂，经济大概率是浅衰退，各类风险冲击有限，预计美元更多是高位震荡态势。
- 同时应关注美元指数的外部冲击，特别是欧元和日元的影响。

美元指数不一定受益于高利率悬挂



企业债差侧面印证美国经济的结构性压力

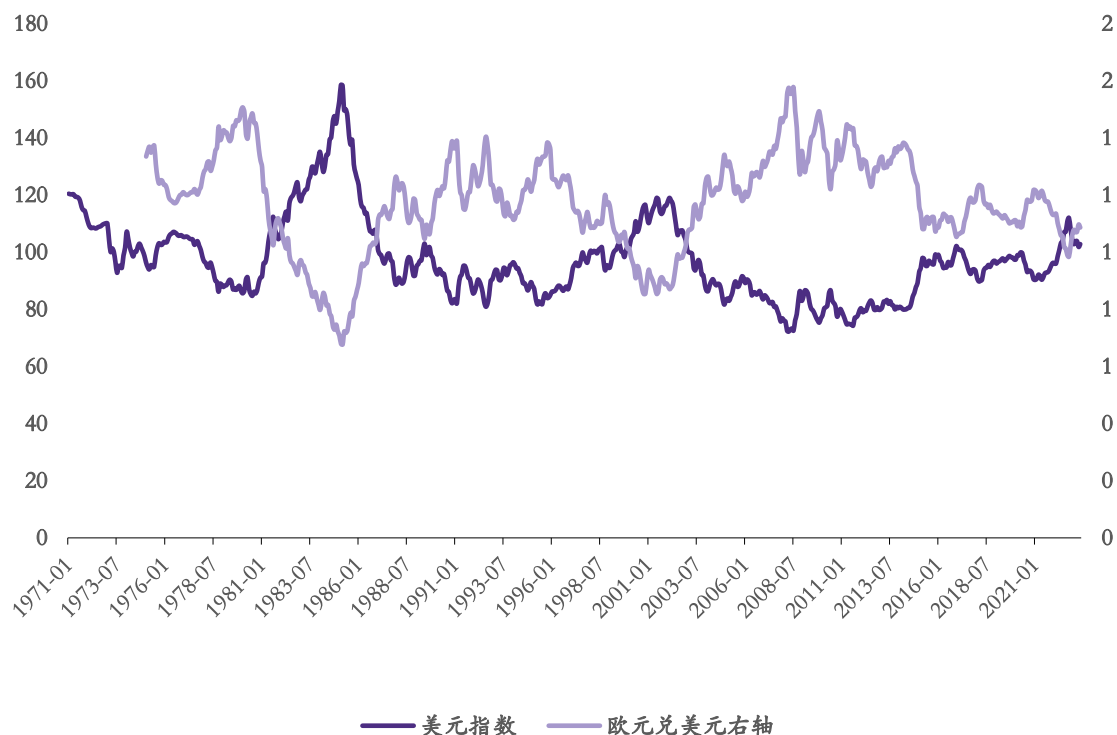


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

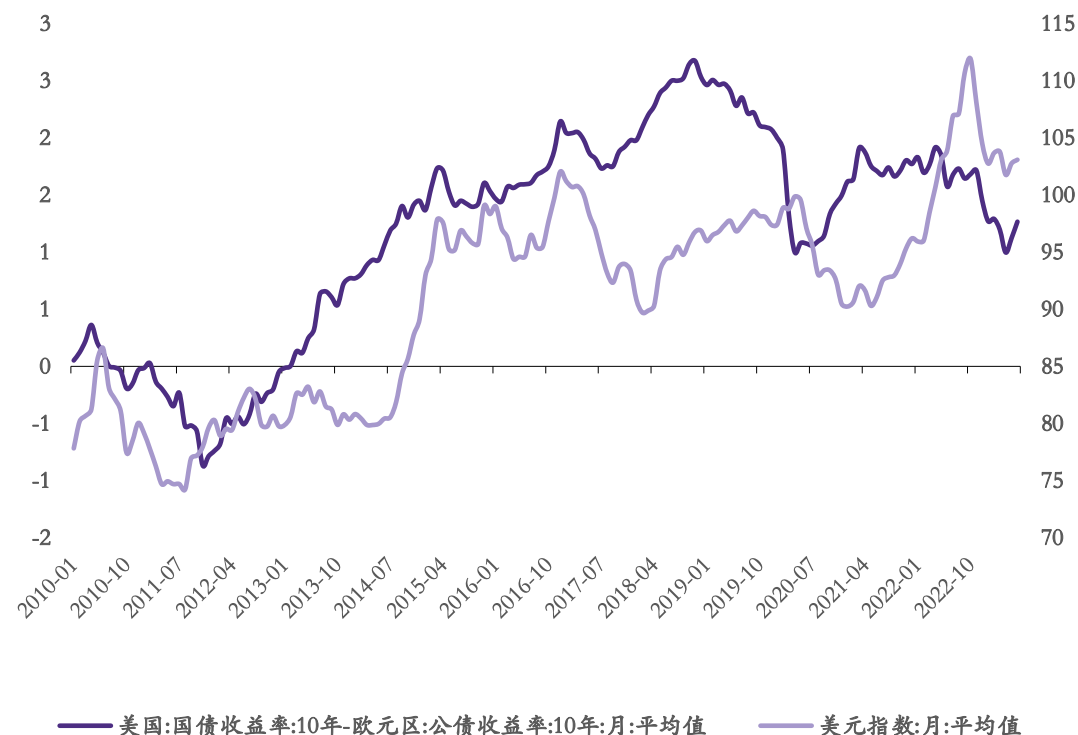
关注两大外部因素：欧央行和日央行决议

- 美元指数外部影响因素主要有两个：日央行以及欧央行的决议。
- 从欧央行来看，欧元是美元的主要组成部分，往往和美元指数走势相反。
- **第一个观察角度**：债券相对收益，是一个较为综合的指标，包含了对于利率和经济的定价。当美国债券收益相对欧洲债券收益上行时，会推动跨国交易者对于美元的青睐，从而推动美元上行。

欧元是美元指数主要的组成部分



美欧债差走势和美元走势基本一致

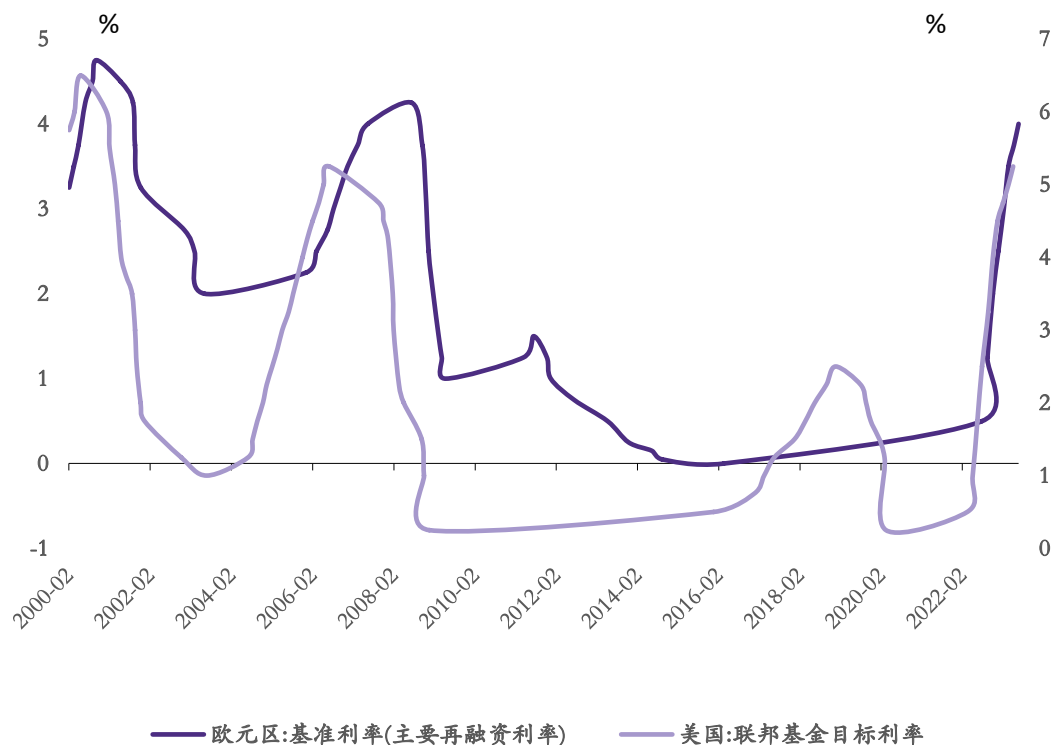


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

欧央行或加快货币转向，欧元对美元压制有限

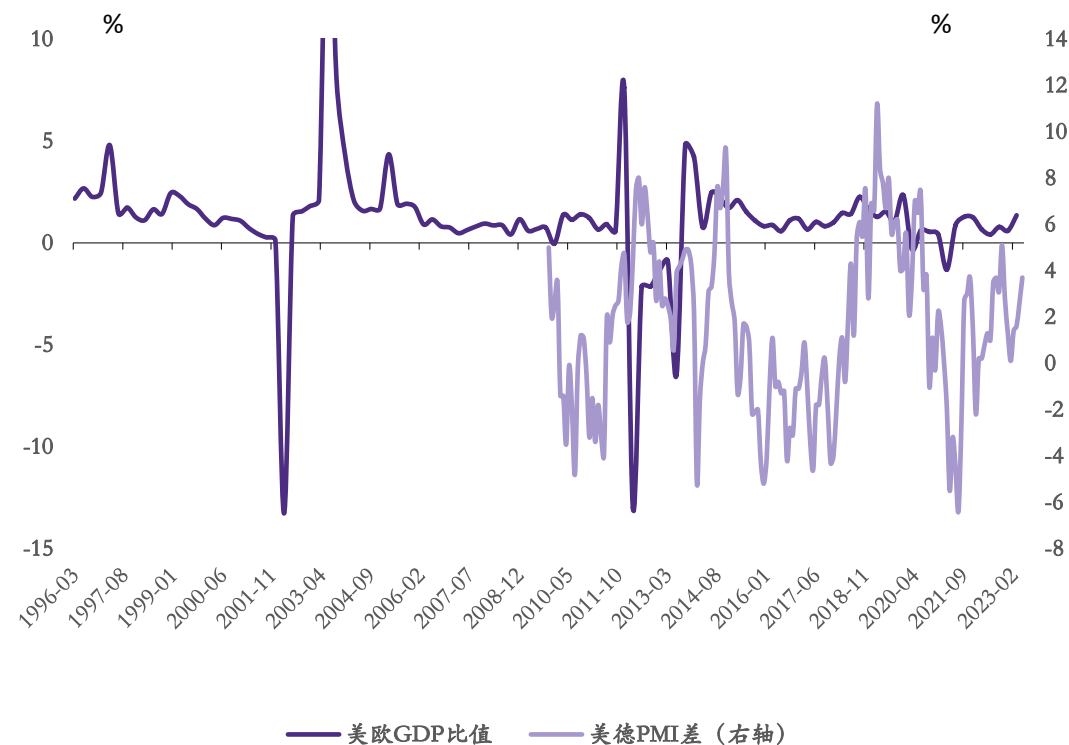
➤ **第二个观察角度：欧央行货币政策动向。**当前欧央行仍在“追赶”美联储货币政策，可能会在下半年出现欧洲利率和美国利率错位的情况，使得美元承受一定的下行压力，但考虑到欧洲正面对弱经济和高通胀两难，与美国面临的高通胀经济韧性不同，欧央行的两难抉择或将进一步制约其鹰派的加息进程，或出现相对快速的货币政策转向，进而使得欧元对美元的压制减弱。

欧央行和美联储加息出现了一定的错位



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

长趋势看欧美经济差，短期关注美德PMI差



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

日本通胀处于高位，日央行站在货币政策调整的十字路口

- 日元是海外利差交易的主要货币，投资人以低利率借得的日元于金融市场进行其他货币商品（主要是美元）的投资。**当日元成本下行时，投资人有借日元换取美元的需求，进而会助推美元上行，反之则会压制美元。**
- 日本通胀处于高位，经济增速处于较高水平，日央行存在货币转向的可能，但会相对保守。若日央行在今年开始取消YCC并转向边际收缩，日元成本上升，投资者倾向于借美元换日元，会使得美元承压。

通胀韧性将决定日央行的货币政策方向



日央行站在货币政策调整的十字路口



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

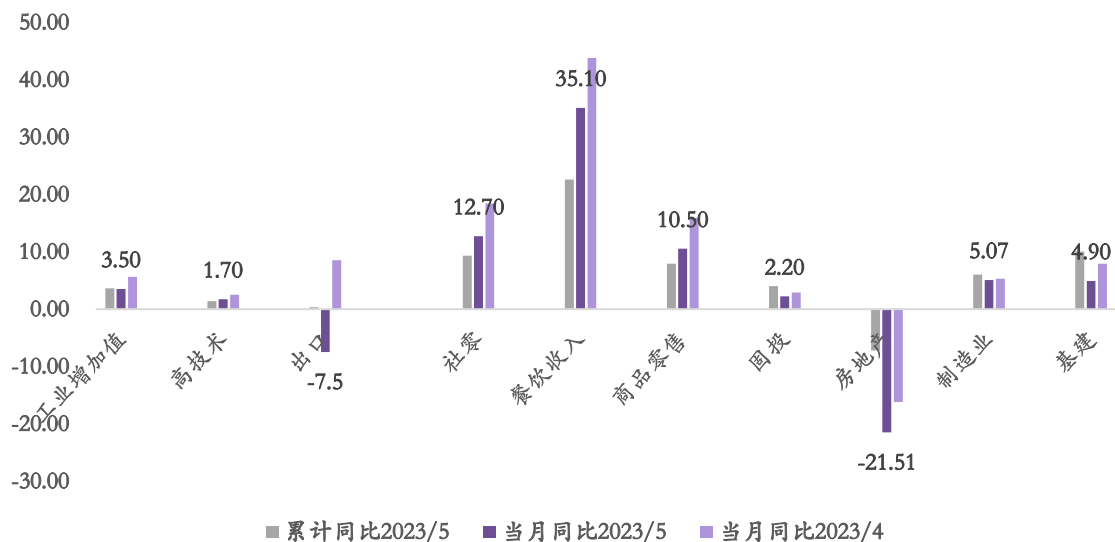
02. 国内宏观：内生动能积蓄，政策组合发力

研究创造价值

2.1 经济：冷热不均，延续弱复苏态势

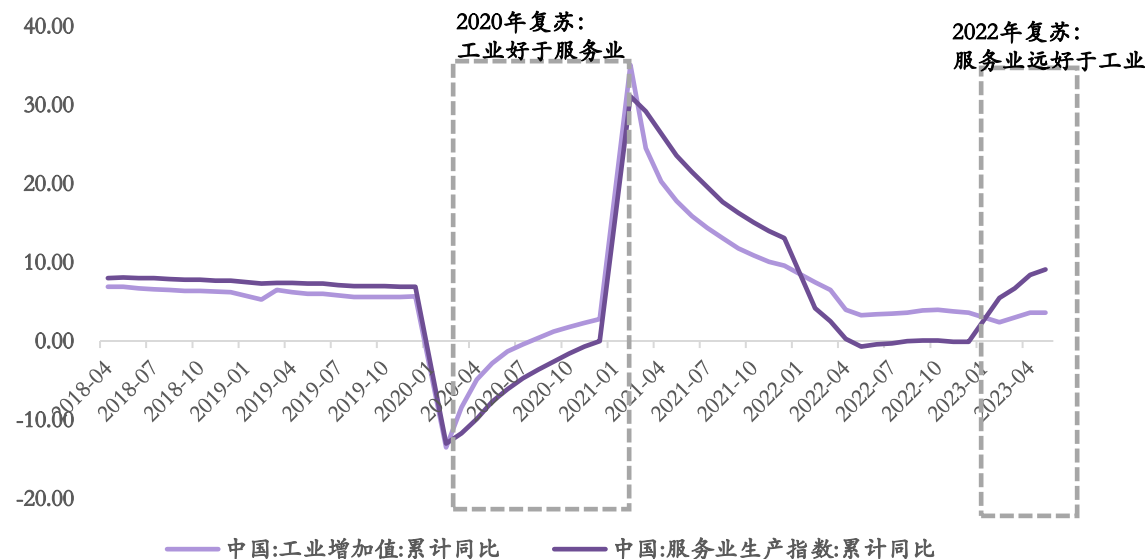
- **非典型修复**：一季度GDP超预期修复后，二季度各项经济数据边际回落，需求不足问题开始显现，倒逼政策发力；
- **冷热不均**：结合三驾马车来看，上半年出口好于预期，消费显著修复，投资延续探底，工业生产较为低迷；
- **结构分化**：与2020年的疫后复苏路径明显不同，本轮工业生产修复缓慢，服务业修复明显更快。
- **同一指标的两面**：**PMI**：中采PMI VS 财新PMI；**制造业PMI** VS **非制造业PMI**；**出口**：美欧东VS 拉非俄；老三样 VS 新三样；**投资**：基建地产 VS 制造业；**消费**：限额以上 VS 限额以下；商品 VS 服务；**就业**：青少年 VS 农民工；**社融**：政策性融资 VS 内生性融资。

冷热不均：出口好于预期、消费显著修复、投资延续探底



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

分化复苏：服务业修复强于工业生产

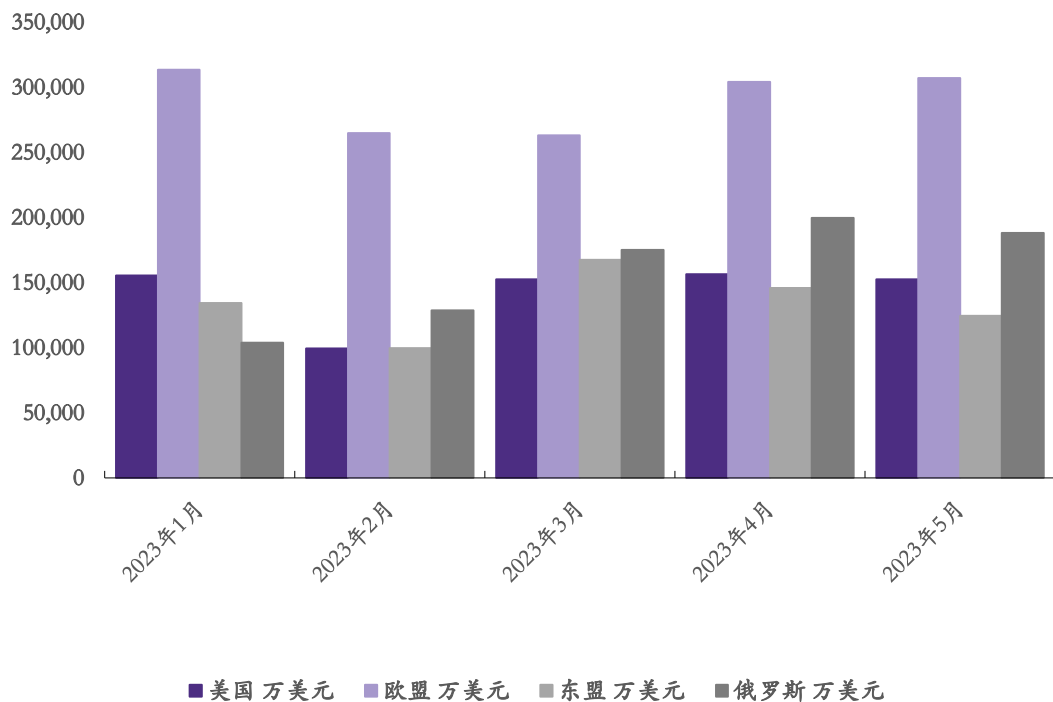


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.1.1 出口：动能放缓，预计全年小幅负增长

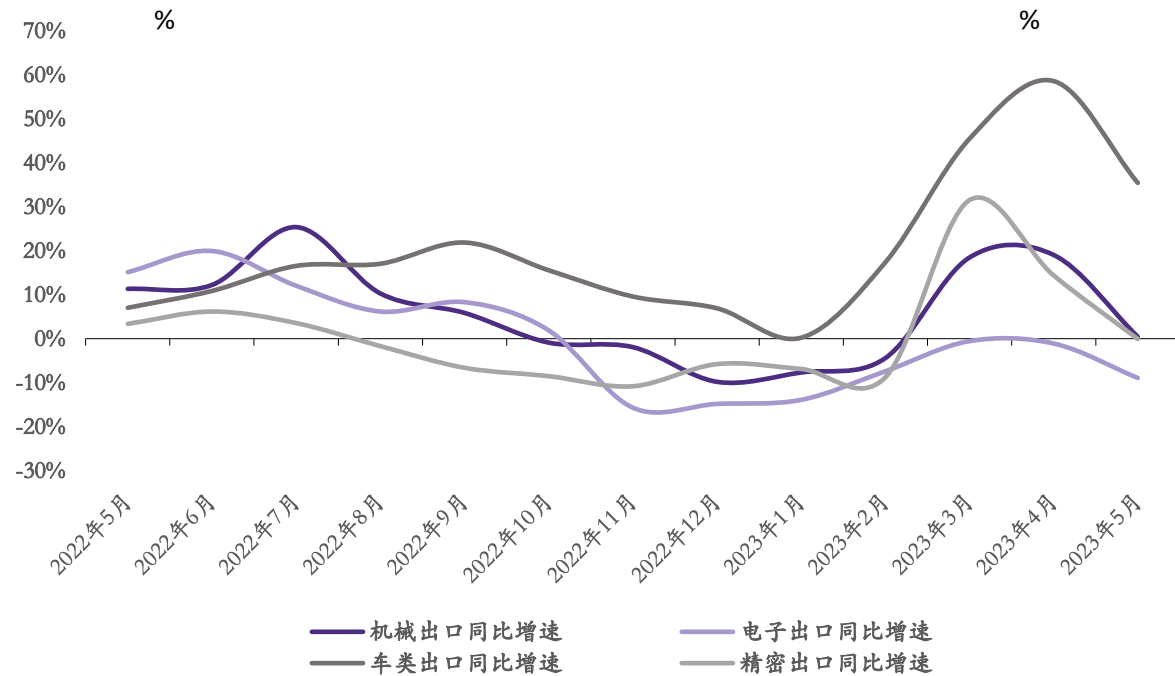
- **1-4月出口好于预期**：积压订单集中释放+“一带一路”等经济体走高+新三样出口品类高速增长。
- **5月出口由正转负**：高基数效应影响+外需增速放缓+主要出口品类量价齐跌。
- **后续展望**：外需放缓影响仍需警惕，叠加价格因素拖累，预计下半年出口压力会再度显现，增速小幅负增长。

贸易伙伴：美欧回落 VS 东俄回升



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

出口品类：新三样保持较高增速

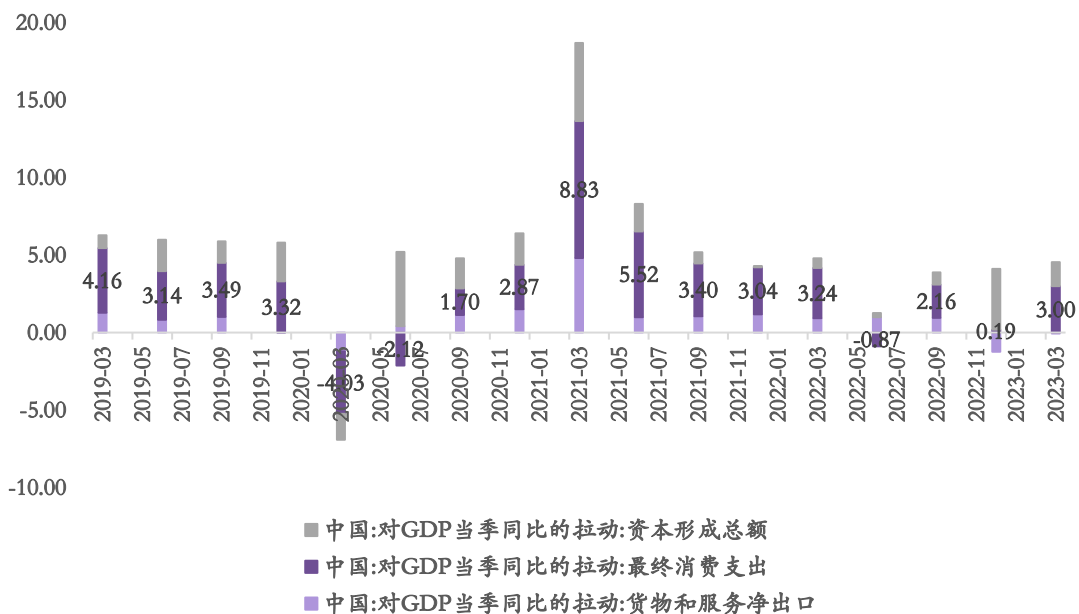


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.1.2 消费：结构分化，静待收入改善和预期修复

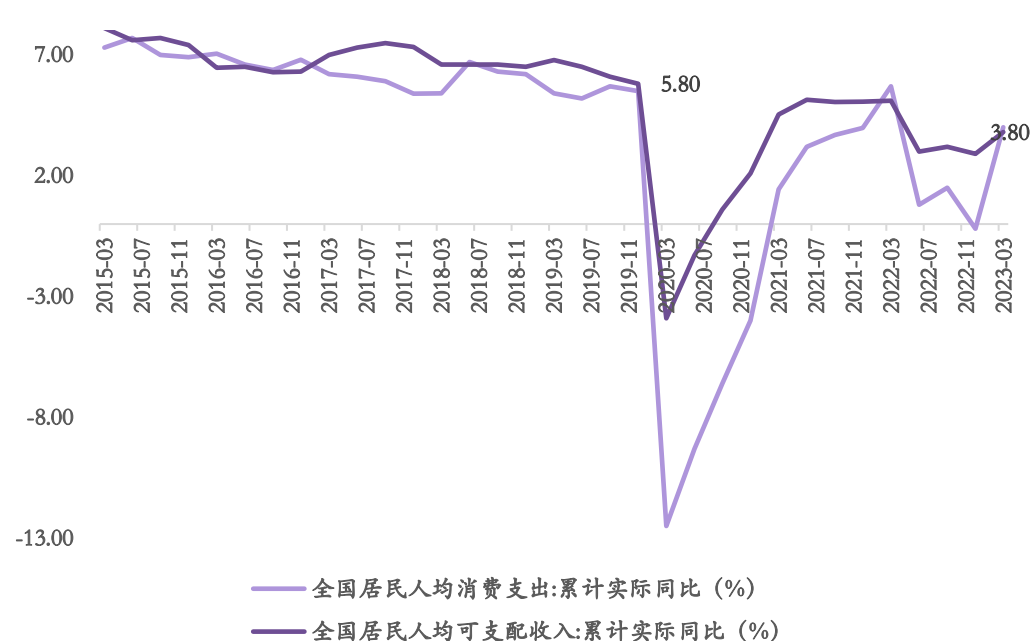
- **疫后消费一度快速回补**：2023Q1消费对GDP的拉动显著回升，为3%，远高于2022Q4的0.19%，是一季度GDP超预期的主要拉动。
- **但报复性消费迟迟未至**：疫后居民收入和消费支出增速明显放缓，更倾向于预防性储蓄，而非报复性消费。
- **东未升、西未落？** 消费对国内经济的拉动不及美国，根源是消费在中美经济中的地位差异及消费韧性和结构问题。

消费是23Q1GDP的主要拉动力



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

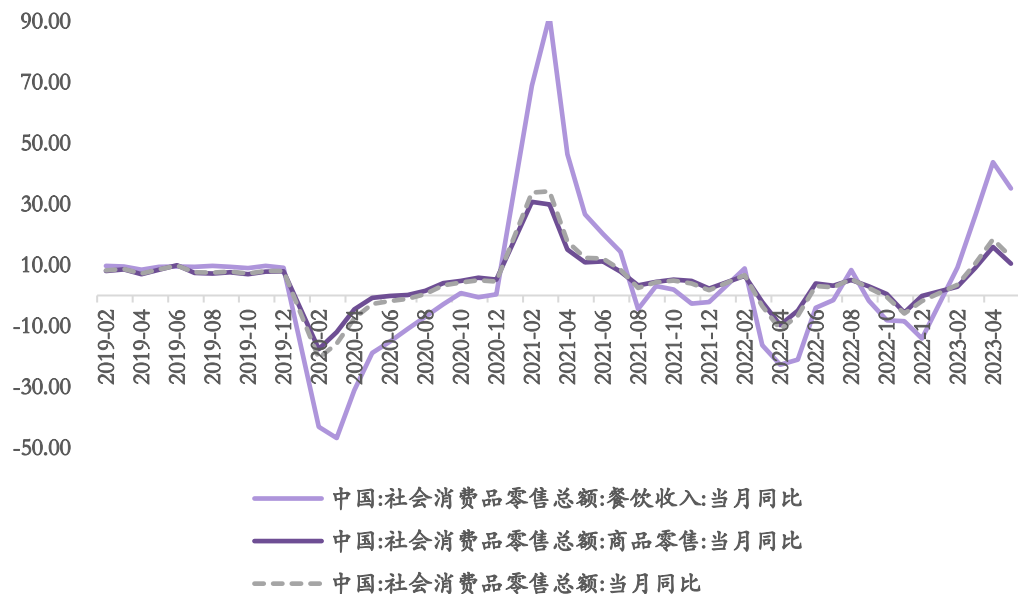
居民收入增速放缓，报复性消费并未出现



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

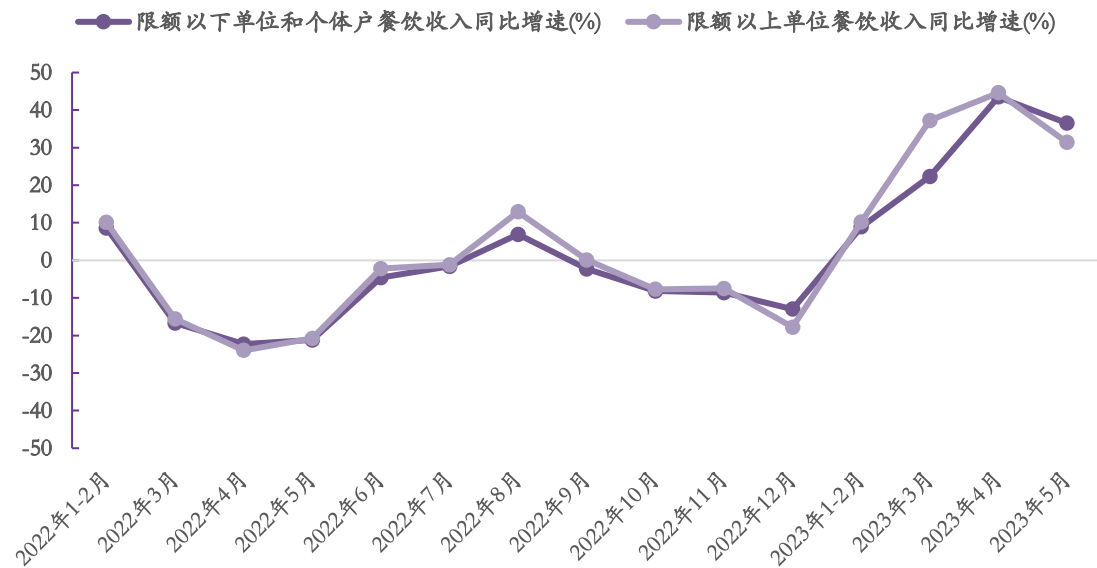
➤ **结构分化：小宗消费**（衣食住行、吃喝玩乐）>大宗消费（家电家具等地产后周期、汽车）；**必选消费**> 可选消费；**餐饮**>商品；**限额以下**> 限额以上；

餐饮消费明显好于商品零售 (%)



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

限额以下餐饮收入较限额以上更有韧性

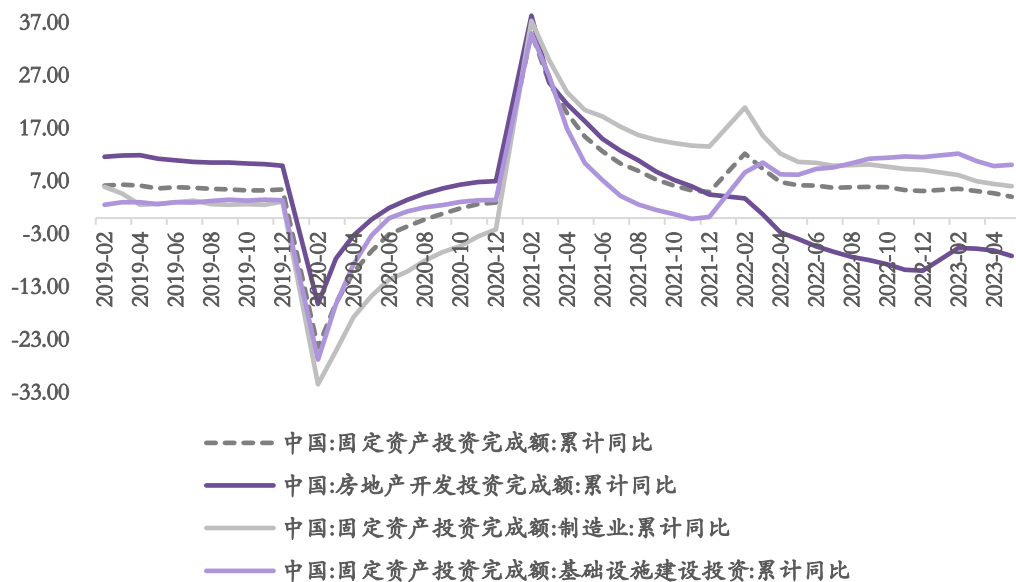


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.1.3 投资：震荡磨底，关注地产政策和库存周期

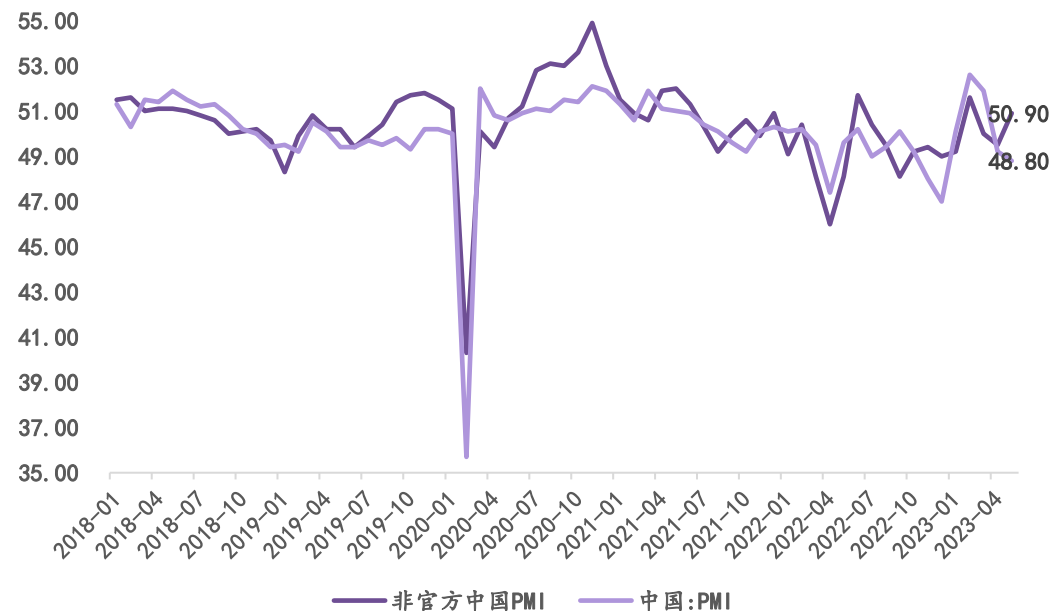
- **投资整体下行：**基建>制造业>地产，地产明显回落，延续探底。
- **制造业：财新PMI（轻工业） > 官方PMI（重工业）；**6月制造业PMI为49%，虽较上个月回升0.2%，但改善并不明显，仍处于去库存周期，且不同指标分化明显。
- 2021年以来制造业增速持续回落，2022年还有出口的支撑和技改的对冲，2023年由于外需回落和地产基建低迷，降幅将为明显。金融支持制造业大方向较为明确，**技术改造贷款、“投贷联动”、资本市场支持多措并举**，助力稳链固链、补链强链。

投资三项：基建>制造业>地产



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

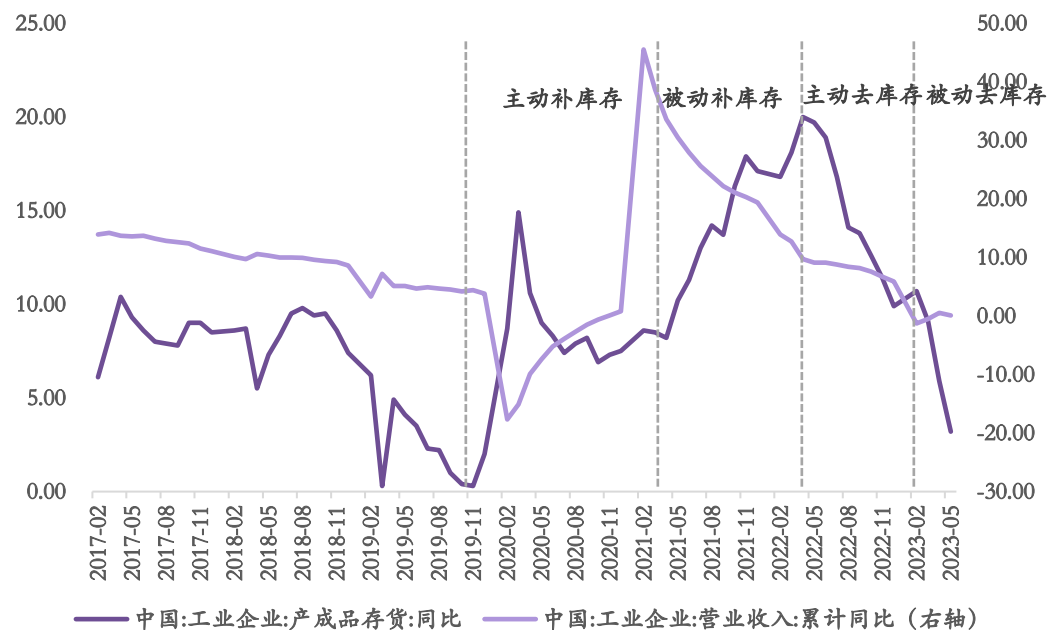
官方PMI 和财新PMI走势背离



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

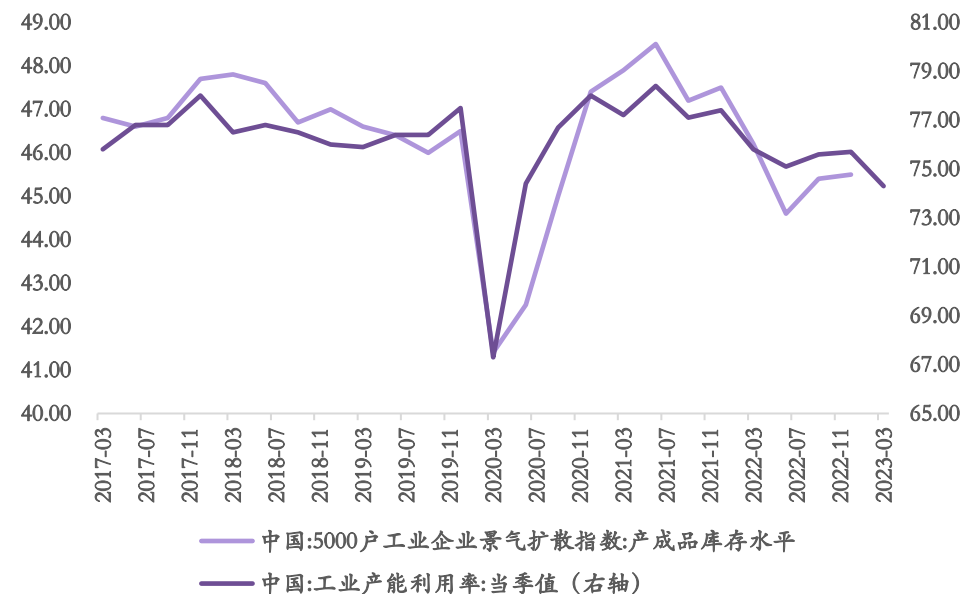
- **工业库存:** 当前正处于被动去库中后期，去库速度明显加快，**三季度或将出现库存周期拐点。**
- 产成品存货同比 0% 多为库存周期底部信号，当前产成品存货同比快速下行，5 月为 3.2%，周期拐点越来越近。
- 企业减产去库存，产能利用率处于相对低位，继续下探的空间有限。

当前库存周期正处于被动去库存阶段



数据来源: wind资讯, 华鑫证券研究

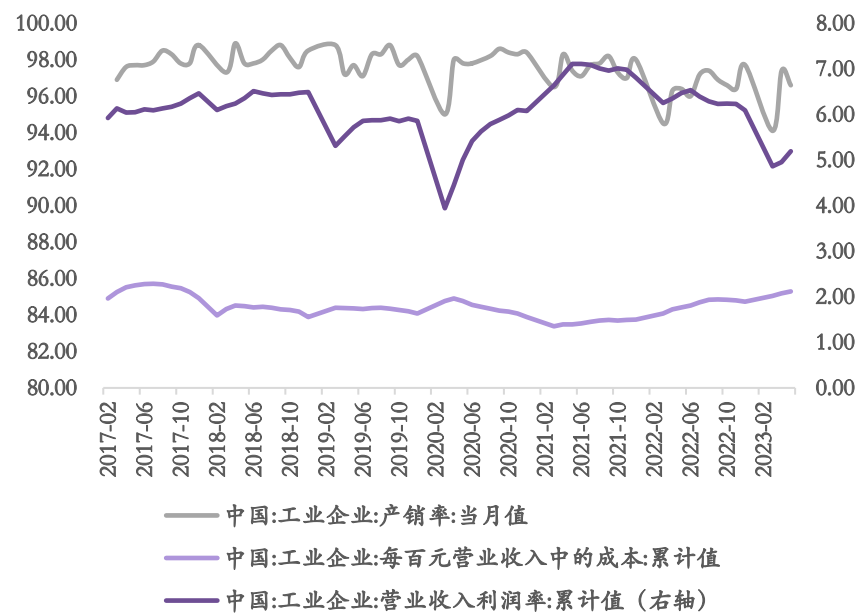
工业企业主动减产, 产能利用率处于低位



数据来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- **工业企业利润**：前期由于需求不足，工业企业减产去库存和降价并存，加速去库存，工业企业利润低位小幅回升。**5月工业企业利润累计同比延续回落，但降幅连续三个月收窄，工业企业利润稳步修复。**
- **高频数据**：6月以来，生产相关的高频指标，如高炉开工率、高炉炼铁产能利用率、半/全钢胎开工率、PTA产业链负荷率:等均有回升。

工业企业利润低位小幅回升



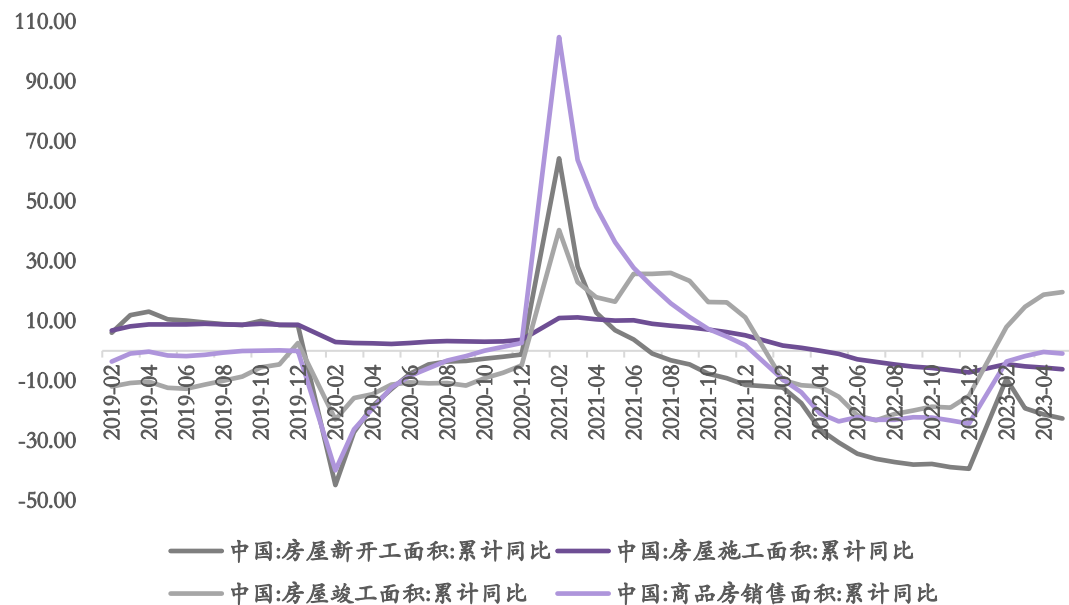
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

6月以来，工业生产相关的多项高频指标回升

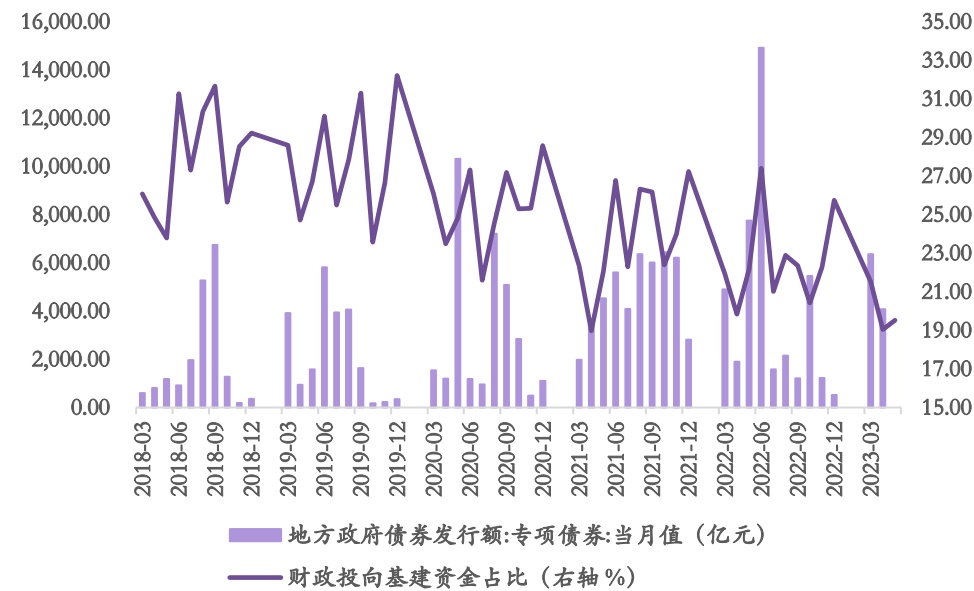
指标名称	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月
高炉开工率(247家)	83.20	81.88	84.05	82.39	79.09	75.75
高炉炼铁产能利用率(247家)	90.65	89.39	91.28	88.69	85.49	82.94
唐山钢厂:高炉开工率	57.30	58.53	59.13	57.62	58.53	56.15
唐山钢厂:产能利用率	76.22	77.70	78.13	76.19	76.61	75.05
开工率:石油沥青装置	34.20	32.62	37.08	33.44	28.38	26.85
开工率:汽车轮胎:半钢胎	70.22	68.19	72.60	73.47	61.72	39.33
开工率:汽车轮胎:全钢胎	59.76	59.23	67.27	68.17	56.45	32.95
开工率:PX:国内	76.47	72.23	70.12	75.05	77.38	73.11
开工率:PTA:国内	78.89	76.73	79.32	74.77	75.90	69.84
PTA产业链负荷率:江浙织机	60.82	57.17	54.65	68.70	50.59	15.65
PTA产业链负荷率:PTA工厂	78.21	76.94	78.74	74.88	73.87	68.16
PTA产业链负荷率:聚酯工厂	90.00	86.63	86.00	82.50	70.60	66.00
开工率:焦化企业:产能>200万吨	80.48	80.18	83.65	80.80	83.00	82.53
开工率:焦化企业:产能100-200万吨	69.74	70.48	70.95	68.38	67.43	66.30
开工率:焦化企业:产能<100万吨	68.36	66.8	71.075	68.06	65.875	67.55
PMI:生产	50.30	49.60	50.20	54.60	56.70	49.80

数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- 地产：**在保交楼的助推下，竣工增速较为突出；销售增速放缓，累计同比尚未回正；施工低位磨底；新开工较为低迷，冲高回落较为明显，仍待政策呵护。2023年以来，已有百余地地产调控政策松动，累计超300次，近期部分热点城市（如杭州、青岛、扬州、广州）相继出台政策优化限购，关注存量房贷利率政策和核心城市调控风向。
- 基建：**基建增速高位回落，二季度积极财政不太“积极”。专项债放行放缓，环比减少超50%；财政用于基建占比低于20%，为历史较低水平。关注后续专项债发行进度，预计三季度会有明显提速，以及专项债限额安排。

地产：竣工>销售>施工>新开工


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

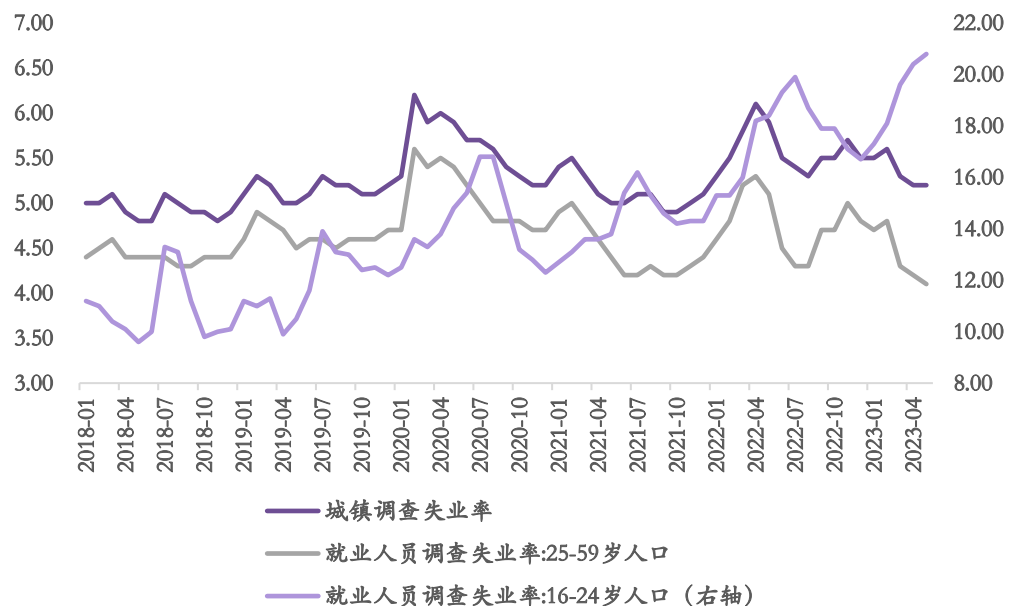
专项债发行放缓，财政投入占比处于极低水平


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

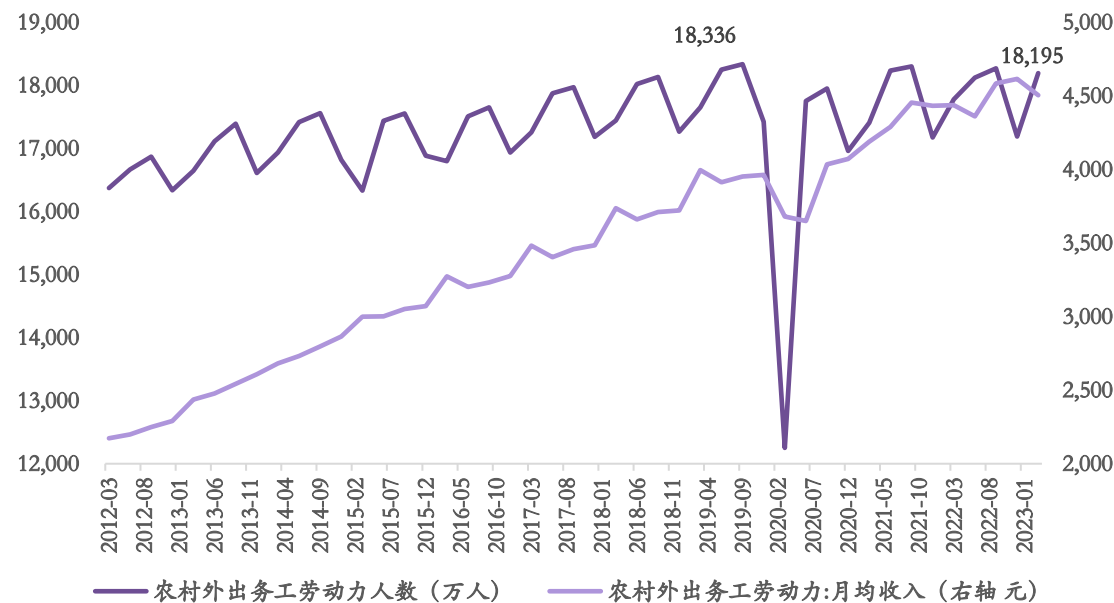
2.1.4 就业：略有改善，结构性问题仍值得关注

- **总体**：城镇调查失业率震荡回落，从年初的5.6%降至5.2%。
- **青少年**：16-24岁劳动力调查失业率居高难下，为20.4%，相比年初上升3.5个百分点，为2018年此数据定期公布以来的新高。
- **农民工**：疫情期间农民工就业缺口较大，随着疫后修复，服务消费回暖，农民工就业快速回补，向疫情前水平回归。

分化的就业：整体失业率回落 VS 青少年失业率攀升



疫后农民工就业快速回补



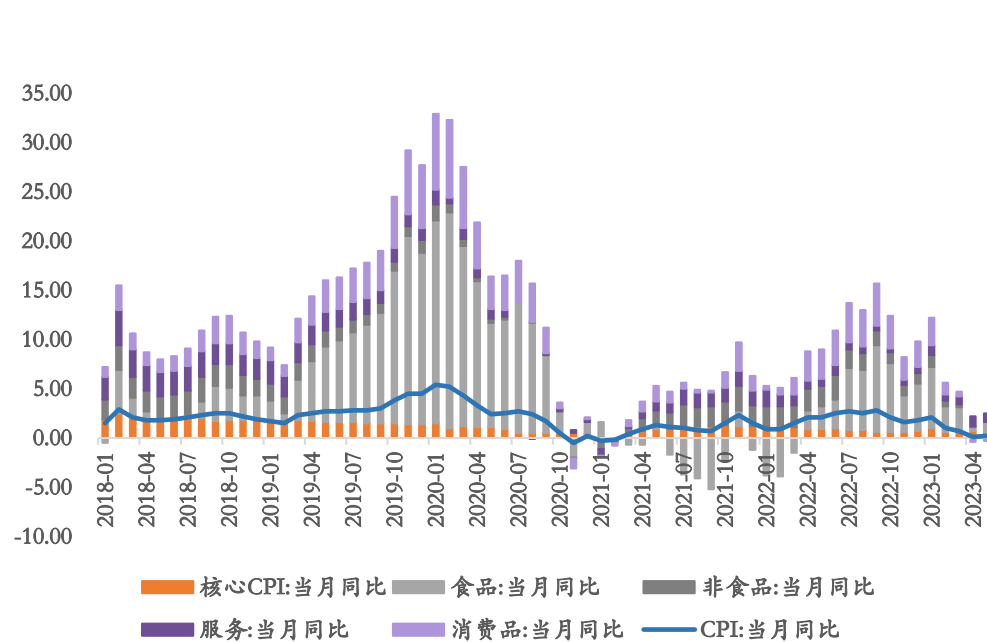
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.2 通胀：低位磨底，静候供需修复后的中枢上行

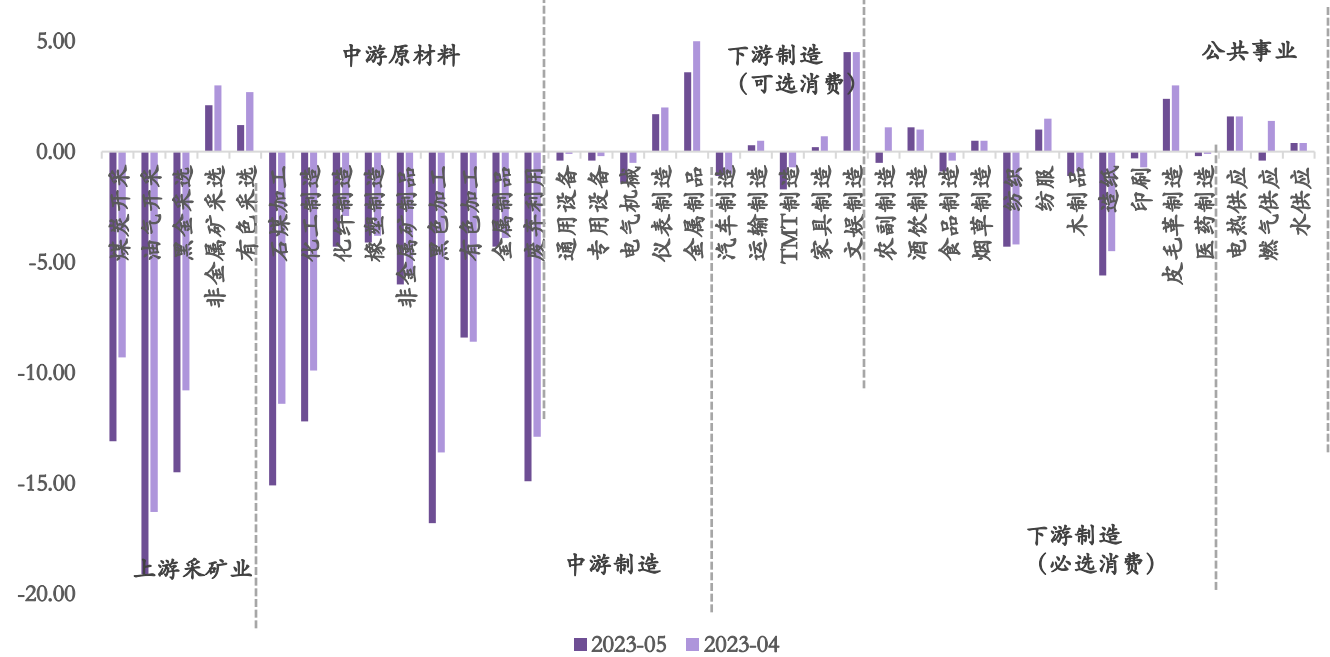
- **CPI：关注猪价和需求变化；**猪周期低位，高基数效应消退，服务价格回升，CPI底部基本确认，静待需求修复带动CPI触底回升；
- **PPI：关注油价；**海外通胀压力明显缓和，但产能周期还在去化过程中，对应原油等大宗商品需求有限，油价仍有压制；国内高基数效应回落，政策发力，对应周期品需求逐步回升，PPI中枢逐渐上行。

服务价格带动核心CPI中枢上行，CPI触底回升



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

PPI：上中游PPI相对承压，仍在磨底过程中



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.3 流动性：利率下行，新一轮货币宽松周期已开启

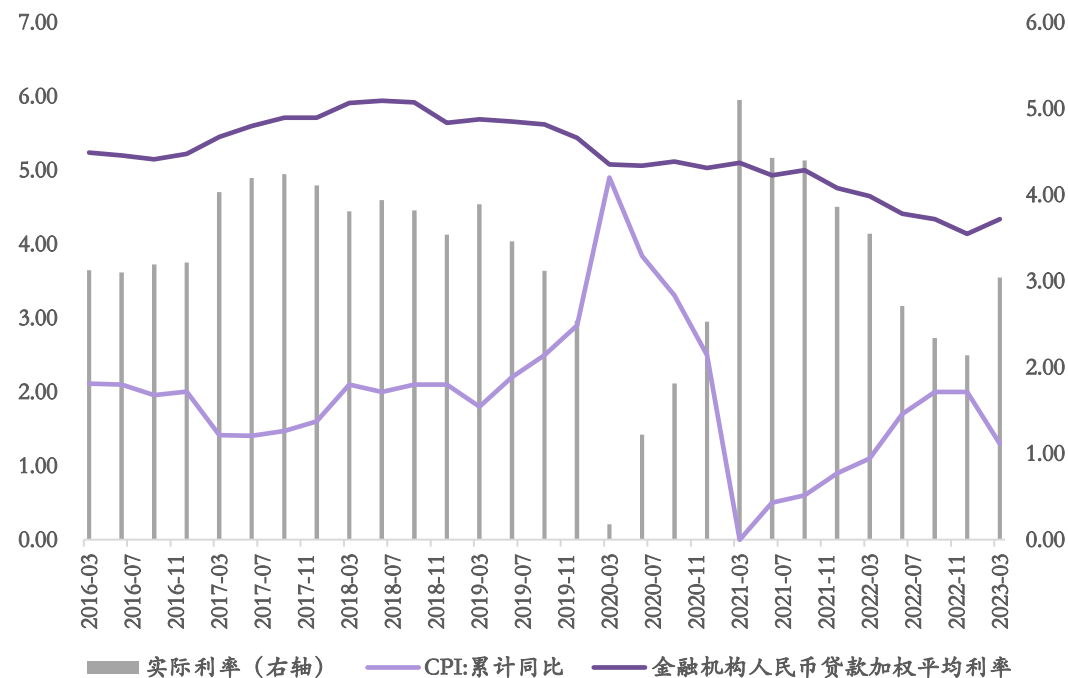
- **货币政策**：3月降准，6月降息，货币政策较为宽松。特别是时隔10个月OMO前置降息，领先于MLF，体现出降息的紧迫性和货币政策的独立性；MLF、1年期LPR和5年期LPR均调降10BP，未见非对称降息，但对房贷利率稍显克制。三季度专项债发行提速，四季度MLF集中到期，降准降息依旧可期。
- **利率走势**：资产荒+货币宽松，流动性较为充裕，利率震荡下行。

货币政策：时隔10月OMO非常规降息，LPR对称降息

时间	7天OMO (bp)	一年期MLF (bp)	一年期LPR (bp)	五年期LPR (bp)
2019-09-20			-5	
2019-11-05		-5		
2019-11-18	-5			
2019-11-20			-5	-5
2020-02-03	-10			
2020-02-17		-10		
2020-02-20			-10	-5
2020-03-30	-20			
2020-04-15		-20		
2020-04-20			-20	-10
2021-12-20			-5	
2022-01-17	-10	-10		
2022-01-20			-10	-5
2022-05-20				-15
2022-08-15	-10	-10		
2022-08-22			-5	-15
2023-06-13	-10			
2023-06-15		-10		
2023-06-20			-10	-10

数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

利率走势：实际利率上行，仍有降息空间

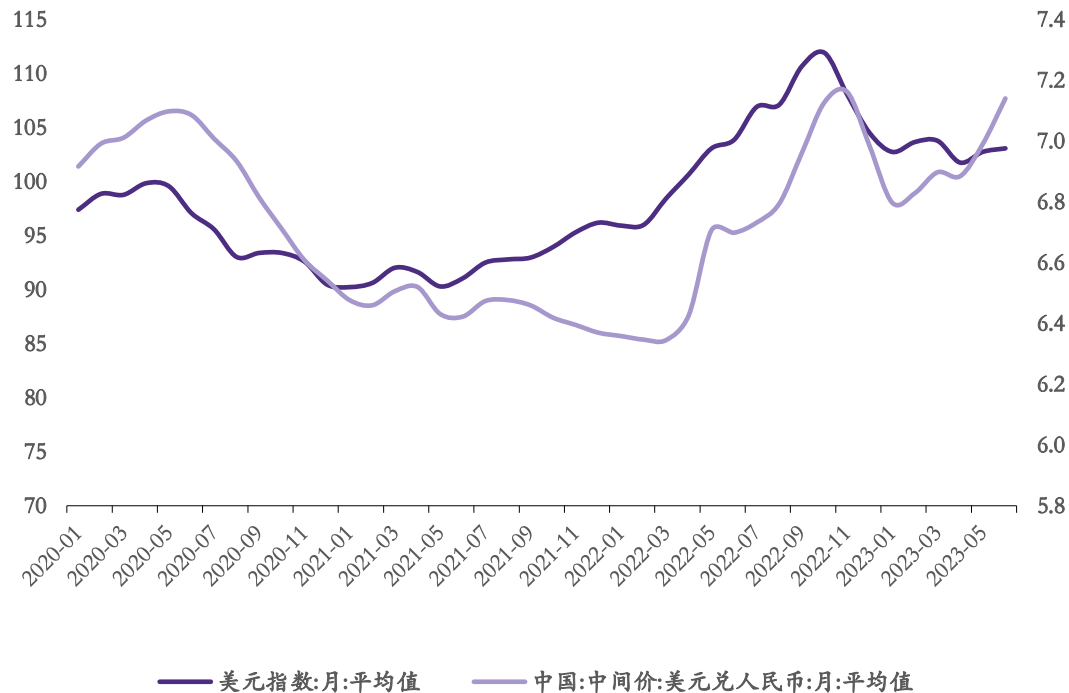


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

汇率：快速贬值后压力有所缓释，但升值仍需等待

- **外部压制仍需警惕：**美国经济韧性犹存，叠加高利率悬挂，美元下行空间相对有限，预计是高位震荡。
- **人民币“上有顶、下有底”：**近期人民币快速贬值接近前低，随着央行定调、政策发力，后续贬值压力有望减轻，但升值还需等待，取决于国内经济修复情况。

近期人民币贬值：美元被动升值影响和国内经济增速放缓



政策预期强化，人民币汇率持续贬值空间较小

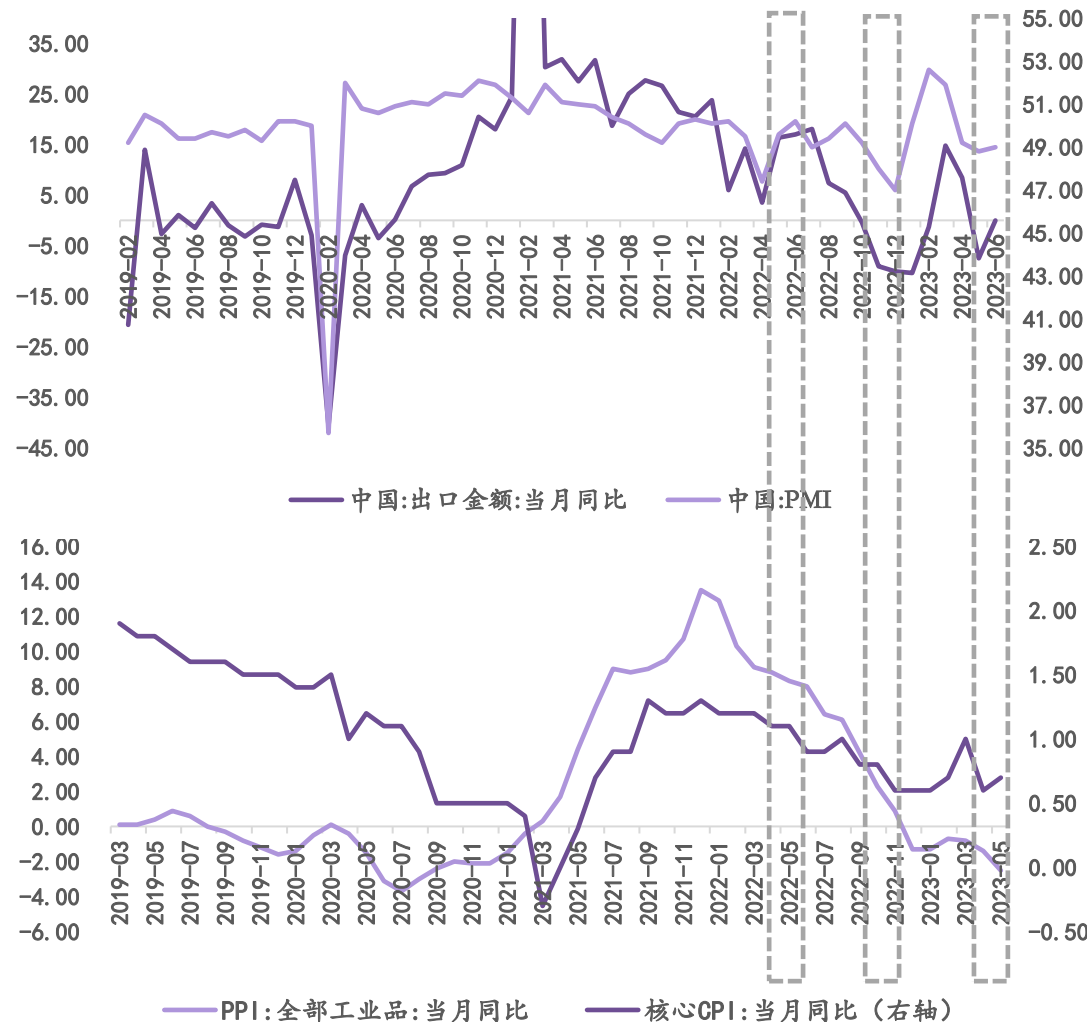


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.4 政策底：增量可期，一批稳增长政策组合在路上

- **当前宏观环境和2022年4月、10月较为相似，均处于PMI收缩+出口回落+CPI&PPI下行阶段。**2022年4月和10月内外需同步回落，之后均有稳增长政策出台。
- **2022年4月：**上海疫情峰值，523国常会**稳经济33条**，525**稳住经济大盘电视电话会议**，释放了明确的稳增长。多地相继公布的经济恢复和重振行动方案，助力经济企稳回升。
- **2022年10月：**地产困境日益严峻，**金融16条**如期而至，**三支箭**相继落地，带领市场信心修复，地产企稳回升。
- **当前：**明确“**加强逆周期调节**”，**突发降息**释放出宽松信号。**新能源车“百城联动”促消费、购置税减免和绿色智能家电下乡等政策相继出台。**发改委和国常会预告“**一批政策措施**”正在路上。

经济弱现实，政策强预期



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

政策逻辑：

- **先保**：保主体、保就业、保民生——降成本（减税降费）、宽货币（降准降息）、增信用（中央财政加杠杆：政策性金融工具、专项债、类似于PSL、政策投资基金等新创设工具）；
- **再稳**：稳外贸、稳地产、稳物价——外贸（外贸稳规模优结构，财税支持、贸易创新）、地产（存量房贷利率调降、核心城市改善型住房调控适度松动）、物价（保供稳价）；
- **后增**：促消费、扩基建、强产业——**消费**（改善型住房、新能源车、智能家电）、**基建**（储能、充电桩、智能电网等新基建、重大基建项目）、**产业**（科技自立自强，AI、半导体、工业母机等）。

推动经济持续回升向好一批政策

- **加大宏观政策调控力度**（货币财政配合，降准降息、政策性结构性金融工具、专项债发行提速、可能会有新创设工具和特别国债）；
- **扩大消费**（改善性住房、新能源车、智能家电三大抓手）、
- **实体经济**（现代化产业体系，聚焦安全战略—半导体、人工智能、工业母机等）、
- **风险防控**（重点是金融、房地产、地方政府债务风险三大领域）。

政策组合：7月政治局会议增量政策推演

复盘2018-2022年7月政治局会议，和边际变化明显的是：

➢ **2019年：4月删除“六稳”，重提“结构性去杠杆”和“房住不炒”，419成为行情顶点；7月明确财政政策要“加力提效”，继续落实落细减税降费政策。**

➢ **2021年：4月明确“经济运行开局良好”，“稳增长压力较小的窗口期”，之后稳增长力度有所减弱；7月再提“经济恢复仍然不稳固、不均衡”，“跨周期调节”，之后总量政策开始发力，货币政策助力中小企业，财政政策形成实物工作量。**

➢ 一批政策大猜想：

- **货币政策：**总量（降准降息）和结构（制造业、中小企业、基建）发力；
- **财政政策：**盘活存量、优化增量（专项债发行提速、专项债务限额）；
- **地产政策：**房住不炒、因城施策、刚性和改善型需求；
- **产业政策：**新基建、重大项目、制造业、科技创新和供应链产业链安全；
- **扩内需：**深挖潜力（货币政策配合）、拓展需求（服务）、农村市场；
- **防风险：**重点领域（地产、金融、政府债务）。

➢ 后续关注三季度**全国金融工作会议**（未来五年金融基调）和10月**二十届三中全会**（未来五年改革方向）。

	2019年7月政治局会议	2021年7月政治局会议
形势判断	当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识， 把握长期大势 ，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。	当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。
总体要求	统筹国内国际两个大局，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作 ，促进经济持续健康发展。	要完整、准确、全面贯彻新发展理念， 深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。
宏观政策	要实施好 积极的财政政策和稳健的货币政策 。	要做好宏观政策跨周期调节 ，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性， 统筹做好今明两年宏观政策衔接 ，保持经济运行在合理区间。
货币政策	货币政策要 松紧适度，保持流动性合理充裕 。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕 ，助力中小企业和困难行业持续恢复。要 增强宏观政策自主性 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。
财政政策	财政政策要 加力提效 ，继续落实落细减税降费政策。	积极的财政政策要 提升政策效能，兜牢基层“三保”底线 ，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度， 推动今年底明年初形成实物工作量 。
地产政策	要坚持 房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，落实房地产长效管理机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。	要坚持 房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期 ，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
产业政策	紧紧围绕“ 巩固、增强、提升、畅通 ”八字方针，深化供给侧结构性改革， 提升产业基础能力和产业链水平 。	要强化科技创新和产业链供应链韧性 ，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题， 发展专精特新中小企业 。
扩内需	深挖国内需求潜力 ，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。	要挖掘国内市场潜力 。
扩基建	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程， 加快推进信息网络等新型基础设施建设 。	支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系 ，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设， 引导企业加大技术改造投资 。
保民生	1) 巩固拓展脱贫攻坚成果。 2) 实施好就业优先政策。 3) 保障市场供应和物价基本稳定 。 4) 高度重视安全生产，加强自然灾害防治。	1) 坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接。 2) 强化高校毕业生就业服务 ，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。 3) 推进 基本养老保险全国统筹 ，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。 4) 抓好秋粮生产，确保口粮安全， 稳定生猪生产 。 5) 要绷紧安全生产和公共安全这根弦， 抓细抓实各项防汛救灾措施 ，确保人民群众生命财产安全。
防风险	把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。	要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制， 完善企业境外上市监管制度 。
稳外贸	1) 有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作 。 2) 加大对外开放，加紧落实一系列重大开放举措。	坚持高水平开放，坚定不移推进共建“ 一带一路 ”高质量发展。

资料来源:政府官网、华鑫证券研究

2.5 经济周期：延续弱复苏，逆周期调节和内生修复同步发力

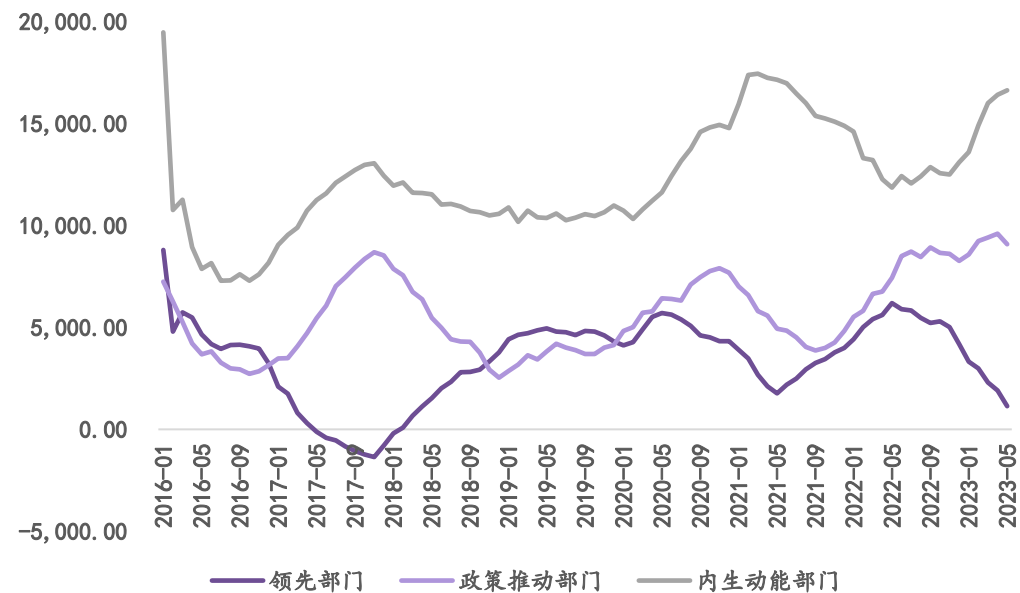
➤ 当前：

- **经济：**经济增速放缓，出口韧性不足+消费脉冲式修复后回落+投资三项拖累（主要是地产基建降幅较大）；
- **通胀：**需求偏弱，低位运行；
- **流动性：**逆周期调节，货币宽松周期开启；
- **政策：**一批稳增长政策发力对冲。

➤ 展望：

- **经济：**全年5%左右目标实现难度不大，经济震荡回升。对应分项走势是基建发力，地产托底，消费修复，制造和出口小幅回落；
- **通胀：**需求偏弱，低位运行；
- **流动性：**降准降息发力+政策性金融工具+货币财政配合；人民币汇率“上有顶、下有底”。
- **政策：**总量政策难有强刺激，产业政策更值得期待。重点关注地产基建等投资项目政策力度和投资-消费的传导效果，以及产业政策的发力方向。

从社融结构看：逆周期发力和内生修复并行



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

03. A股大势：底部信号显现，战略转守为攻

研究创造价值

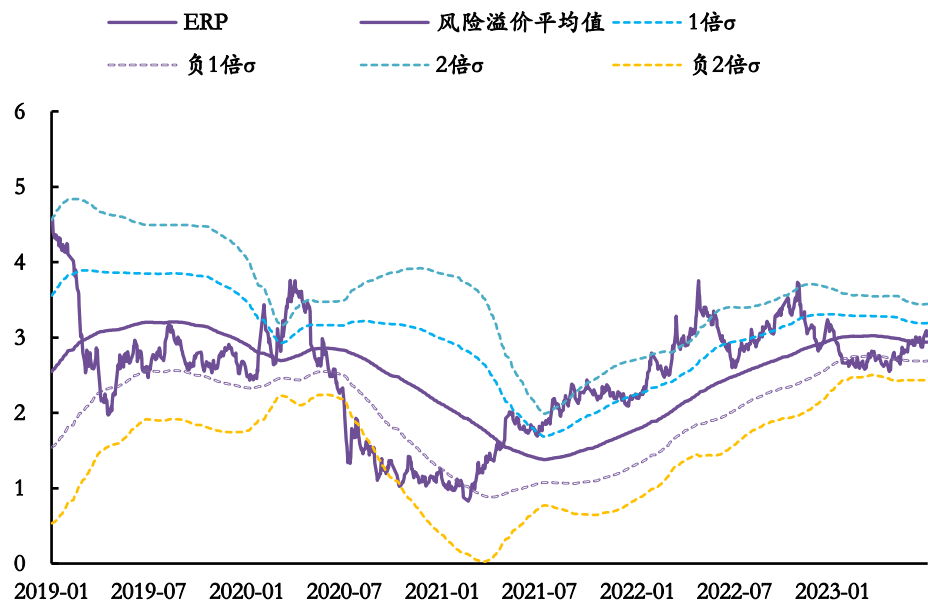
3.1 情绪底：悲观时刻已过，情绪有望触底回升

研究创造价值

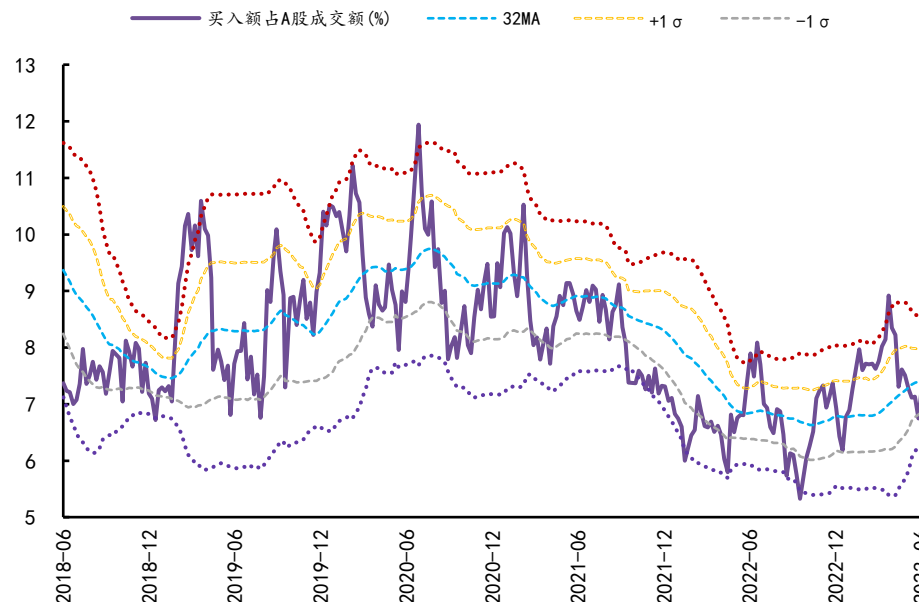
股票性价比提升，情绪有望触底回升

- 股票配置性价比再度提升，市场情绪从中长期底部修复。截至6月底全A的ERP已接近250D滚动1倍标准差水平，A股配置性价比处在高位；
- 同时杠杆资金成交占比在均值以至-1倍标准差水平波动，杠杆交易情绪处于中长期底部；
- 结合二者来看，市场中长期底部确认，高配置性价比有望催化市场情绪触底回升。

全A ERP接近滚动1倍标准差



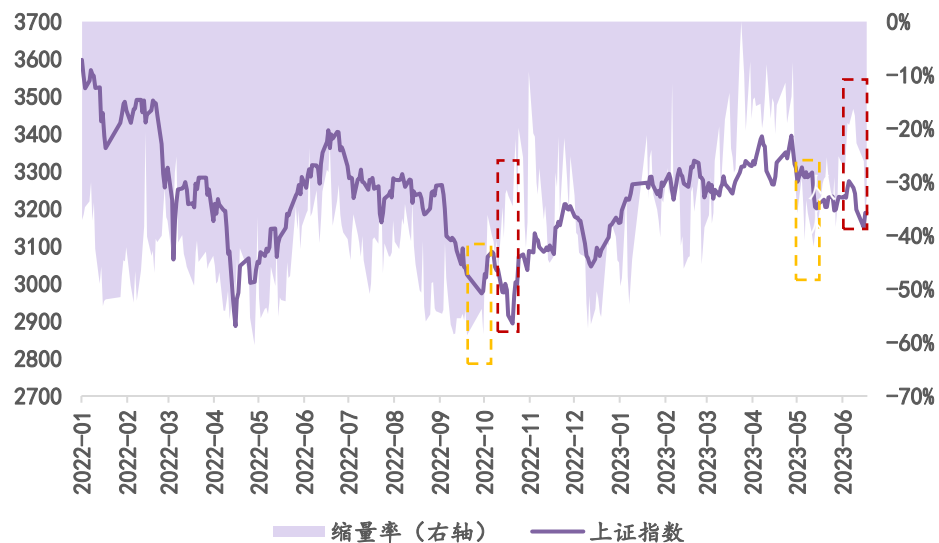
杠杆交易活跃度再度降至-1σ以下



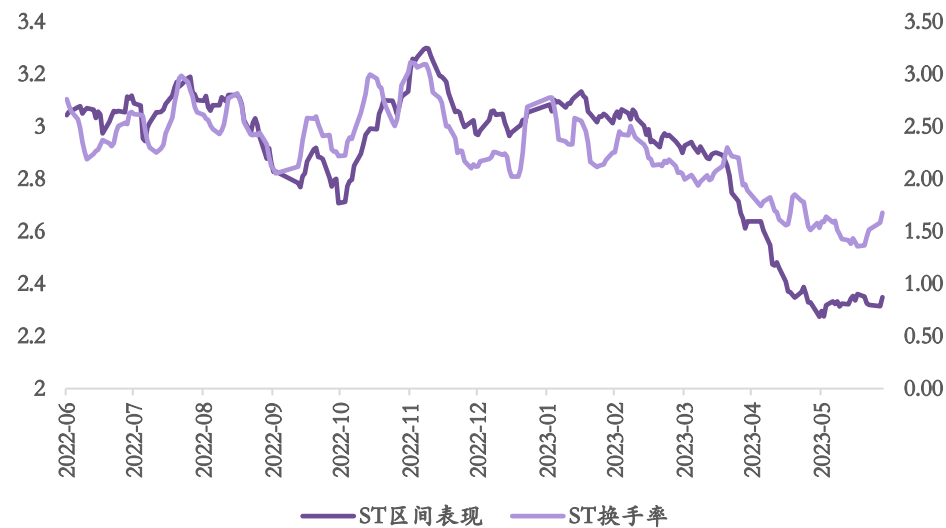
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **底部情绪双底确认：先缩量再放量，交投活跃度已明显回升。**5月底市场缩量下跌，缩量率达到历史低位，市场情绪触底；时隔一个月，上证指数再度下探，但本轮全A成交额放量，杠杆交易情绪活跃；
- 从情绪面来看，市场并不悲观，事件冲击导致市场放量，这样的交易特征与2022年10月双底相似，往往恐慌情绪修正后市场底部将再次得到确认。

缩量回调后放量下跌，情绪双底确认



市场风险偏好边际回暖



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

3.2 资金底：交易资金日趋活跃，配置资金蓄势待发

研究创造价值

资金面：交易资金仍将活跃，配置资金窗口期打开

- 2023上半年外资引爆增量后震荡，下半年增量交易资金为主，长久期配置资金流入窗口期打开。2023年上半年前有指数触底反弹，外资在中国复苏预期下强势领跑流入，后有AI、中特估主线催化，交易资金表现活跃，私募基金主导存量博弈。
- 展望下半年，私募经历了2022年的出清和2023年上半年的优势扩张，吸引了大量储备资金，仓位提升有充足动力，下半年依旧是资金面的主导；
- 此外，北上资金线性配置、ETF主题吸金和保险资金低位配置也将成为资金面的辅助增量。

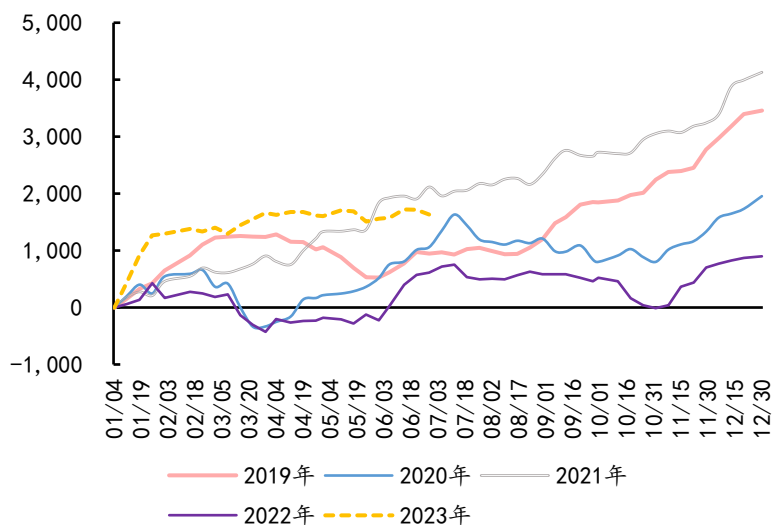
	2023H1（亿元）	2023H2（展望）	增量级别判断
北上资金	1633	汇率仍有短期扰动，预期“净利润”边际改善，半年维度增量可期	☆☆
融资交易	510	指数级别涨势缺乏，杠杆交易难有放量	☆
公募偏股	865	赎回压力几近解除，静待仓位和新发回暖	☆
ETF	1669	逆势吸筹，资金蓄水，主题助力	☆☆
私募基金（1-4月）	2211	增量储备充足，反弹吸引加仓	☆☆☆
保险资金（1-4月）	1897	保费收入高增速，仓位提升有动力	☆☆
银行理财	14205	破净率较低，赎回压力较小	☆
散户资金	828	开户高峰期已过，参与度或有下行	☆

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

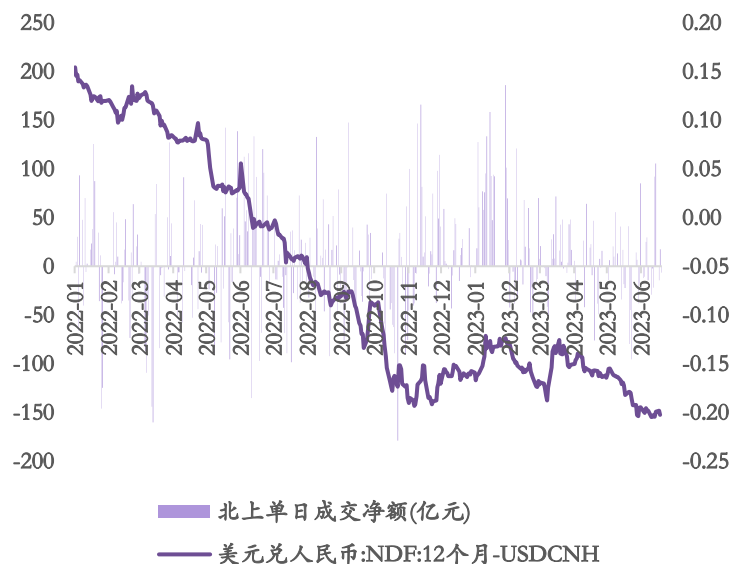
北上资金：汇率扰动可控，增量重返可期

- **北上资金从增量到存量，本质是对中美经济预期的修正。**截至6月30日，北上资金年内累计净流入达1633亿元，同期流入水平在近五年内仅低于2021年的2117亿元。从流入节奏看，1月北上资金创纪录加速流入近1300亿元，随后在中美地缘政治事件扰动和中美经济强弱预期修正的影响下流入节奏放缓。
- **预期“净利润”边际改善，北上资金回补可期。**海外机构的人民币贬值预期低位稳定，汇率阈值对于外资的压制作用边际缓和。**但短期来看**，美联储加息扰动叠加国内经济延续弱复苏，美元强势，人民币汇率依旧承压，外资仍有回流压力。**从中长期来看**，北上预期净利润领先北上资金3-4个月，本轮预期净利润已于2月见底，外资净流入已处于中长期底部区域，叠加净流入预期已有边际上行，下半年静待人民币汇率企稳，预期净利润提升助推北上资金重返A股。

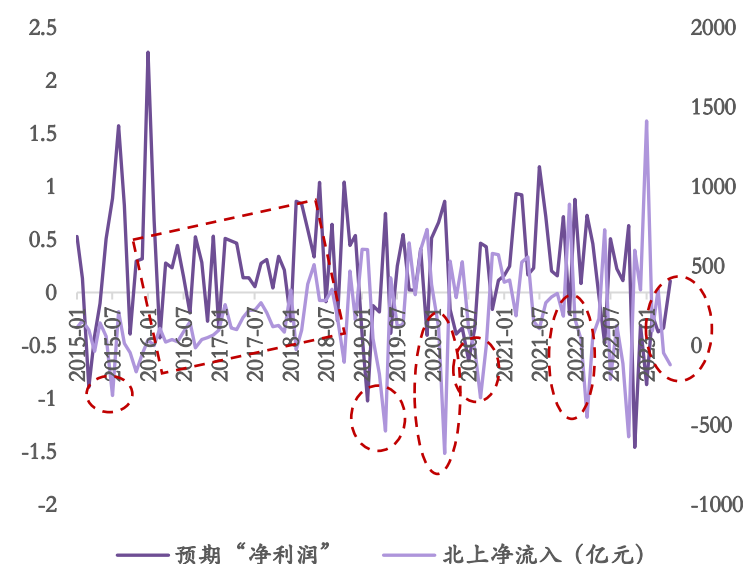
上半年北上资金累计净流入



人民币贬值对外资影响可控



预期“净利润”顶底领先 北上资金净流入约3-4个月

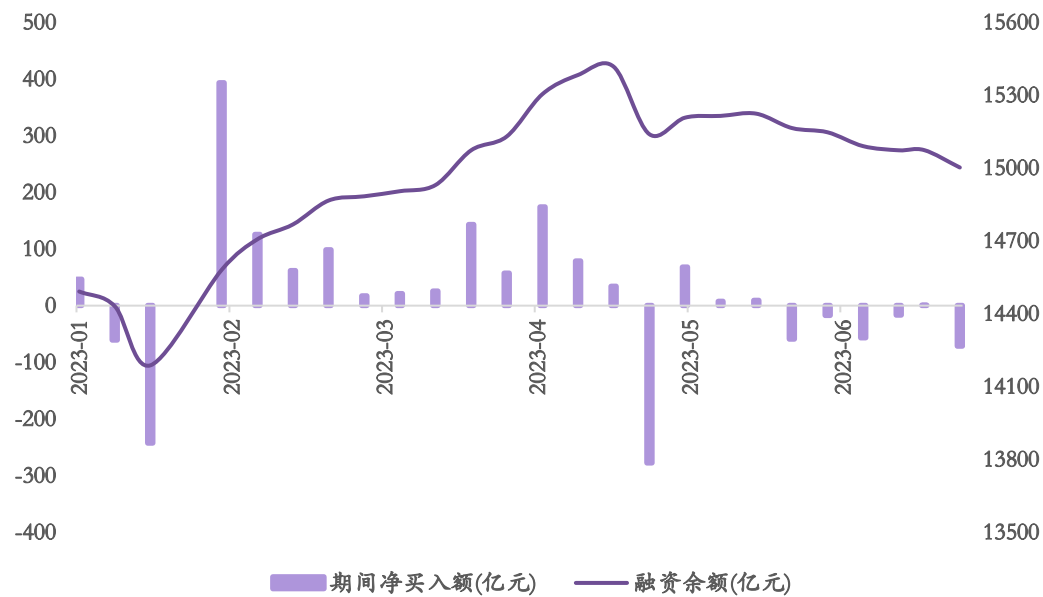


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

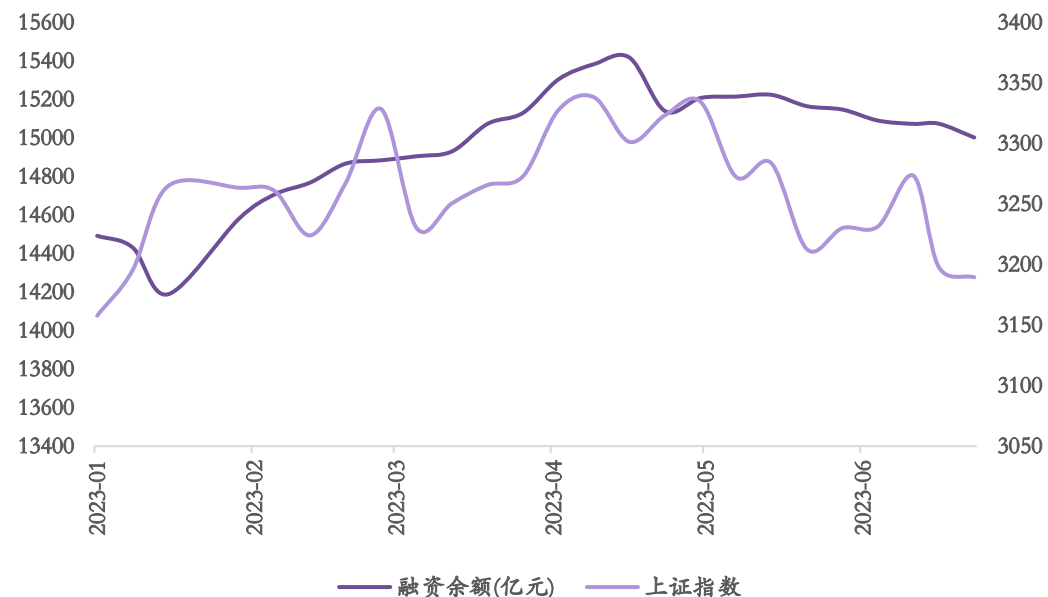
融资：追涨杀跌行为减少，参与结构性杠杆交易

- **融资客顺势而为，追涨杀跌行为减少。** 杠杆资金年内净流入510亿元，年初至4月杠杆交易较为活跃，5月以后存量博弈加剧，市场震荡回调，趋势机会减少，融资客参与情绪随之降温。
- 从年内杠杆资金流入节奏来看，杠杆资金并未像此前一样追涨杀跌，甚至在5月市场回调时融资余额仍然保持稳定水平。二季度指数层面缺少机会，但结构上仍有参与机会。
- 下半年A股中枢震荡上行，且不乏结构性机会，杠杆资金净流入总量虽难有明显放量，但参考上半年，会有参与结构性交易，且市场底确认后，杀跌的可能性更小。

融资余额回落后较为平稳



杠杆资金并未追涨杀跌

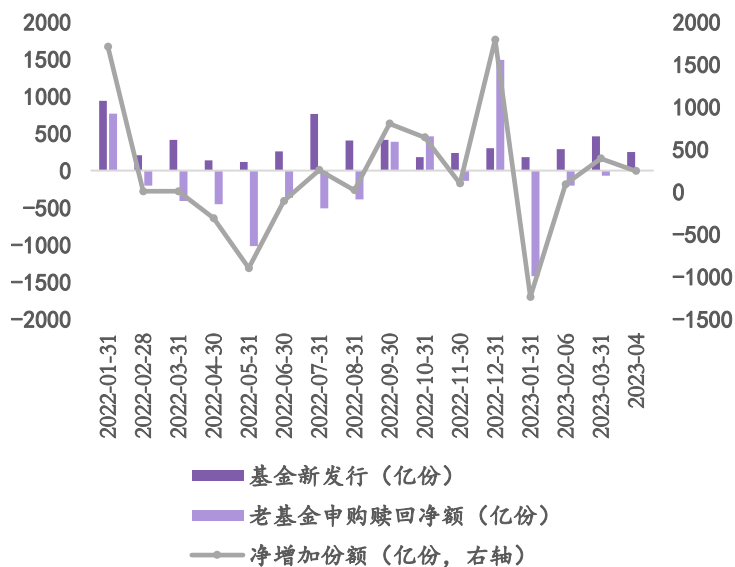


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

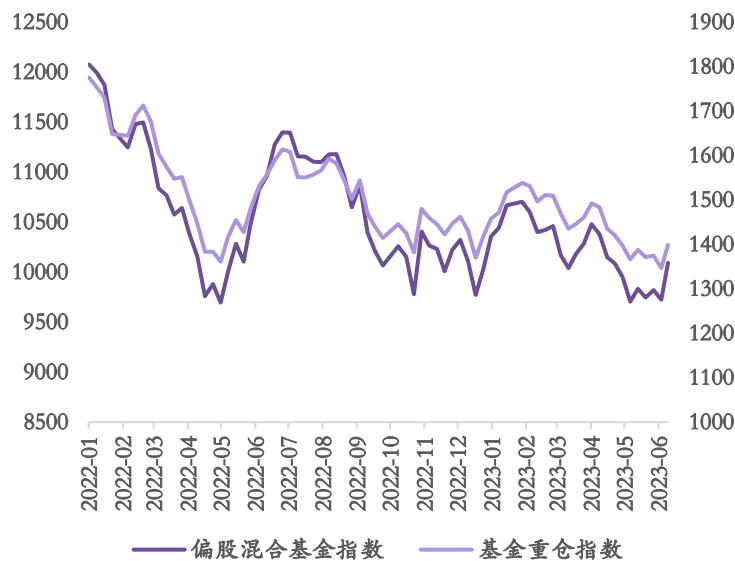
公募基金：赎回压力几近解除，静待仓位和新发回暖

- ▶ **公募赎回压力进一步缓解，发行回暖仍需等待收益的转正。** 今年以来公募基金赎回的压力逐月减轻，但基金净增加份额仍未改善，主要是由于公募基金重仓指数和偏股基金指数较年初仍在“水下”，赚钱效应不佳导致基金新发面临挑战。
- ▶ 从存量来看，公募仓位的抬升通常慢于保险资金，当前保险仓位正处于震荡上行区间，后续公募基金仓位有望跟随提升。

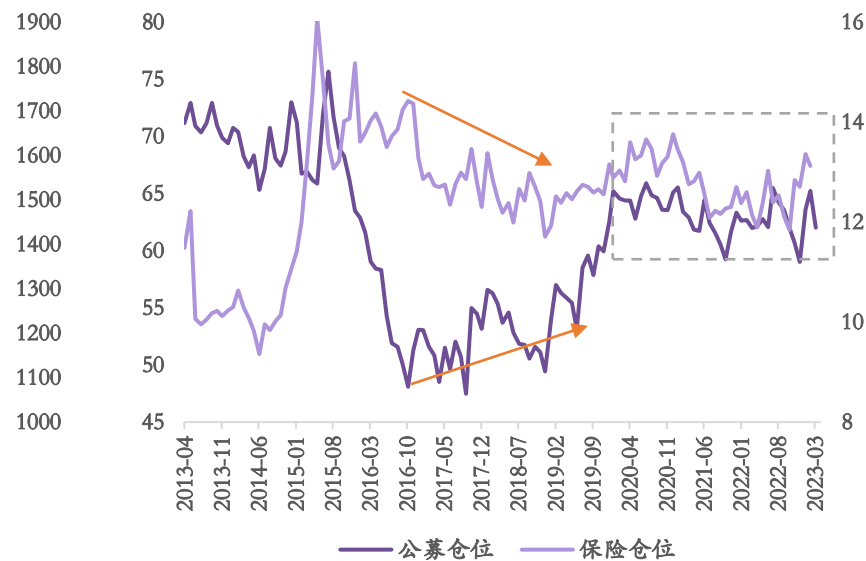
赎回压力逐步缓解，新发未见明显改善



公募基金收益仍在“水下”



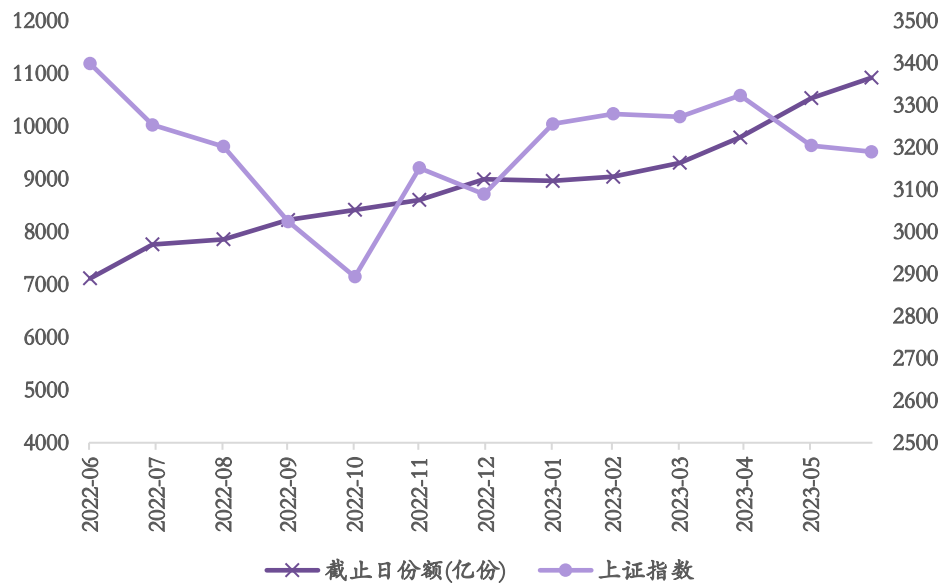
公募仓位的提升滞后于保险仓位



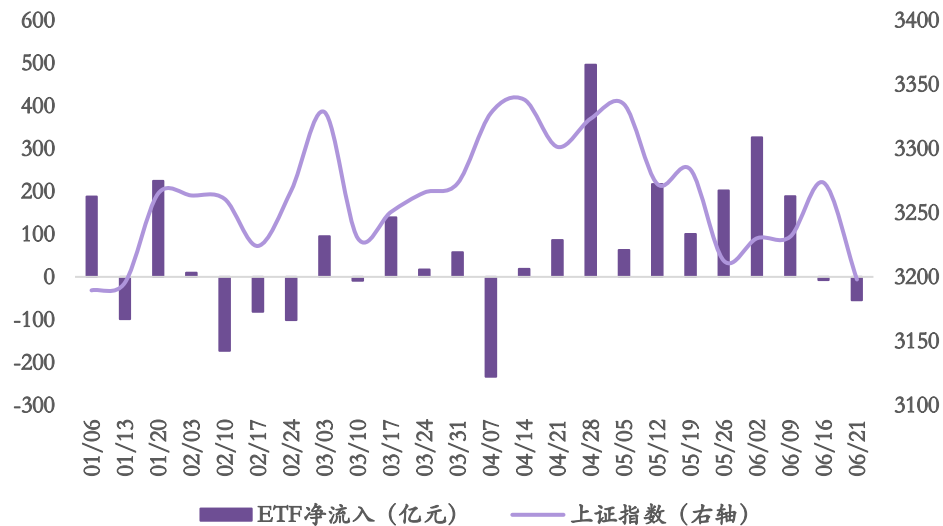
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **ETF份额稳步提升，热门主题吸引被动资金增配。**今年以来股票型ETF的份额持续提升，4月至6月期间更是明显出现逆势增加的情况，ETF资金蓄水池的作用充分体现；从ETF资金净流入情况来看，年初至今（6.21）ETF净流入额达1669亿元，5-6月是ETF净流入的高峰期，主要原因是当时多只热门央企主题和算力ETF集中发行，吸引力被动投资者增配；
- 展望下半年，算力基础设施、商用飞机高端制造、电网设备等多个热门主题将集中推出对应主题ETF，热门主题ETF新发有望为被动型投资者提供更丰富的资产配置渠道，为市场带来被动资金的增量。

ETF份额不受市场扰动，稳步提升



热门主题ETF新发助推被动资金入市

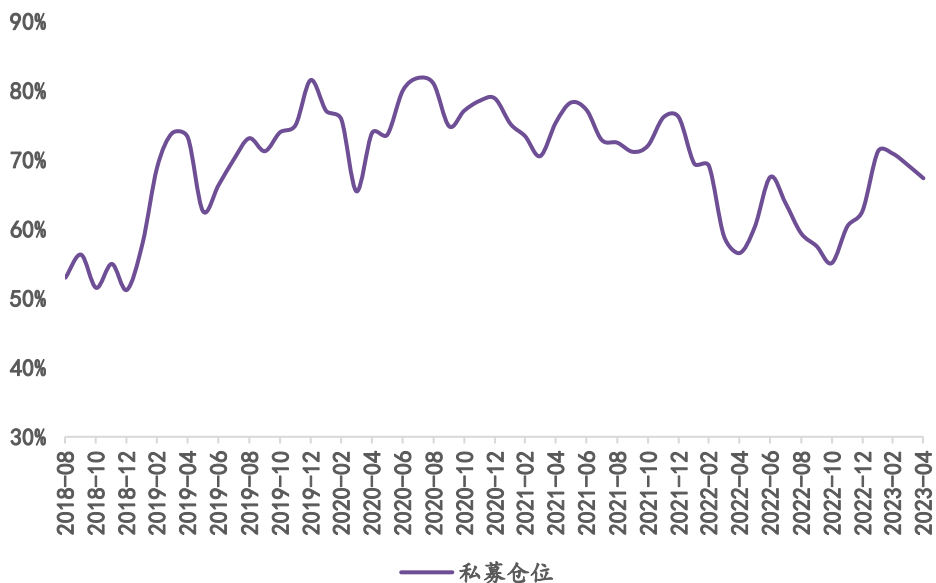


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

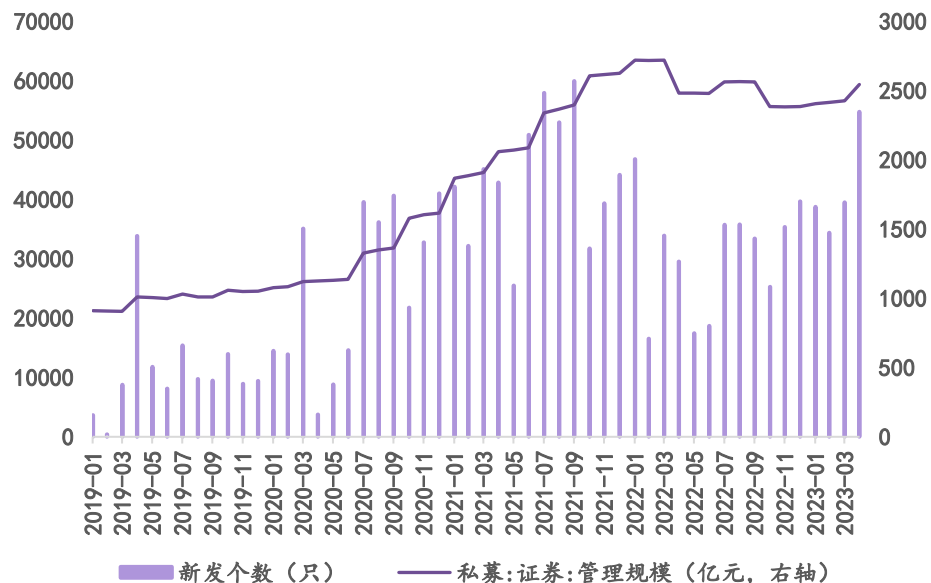
私募：增量储备充足，反弹吸引加仓

- 待A股市场底确认后，私募或将加仓布局。私募仓位从今年1月以来连续回落，截至4月私募仓位为67.32%。
- 但私募基金在市场反弹时表现较为积极，从2022年10月到2023年1月的反弹来看，私募基金大幅加仓，从55%提升至了71%。
- 同理，当前市场反弹已经确认，私募基金或将积极参与提升仓位。
- 根据私募排排网数据，截至6月9日，股票私募仓位指数为80.45%，较上周上涨0.83%，**时隔四周后再度重回80%上方，私募做多意愿增强。**

私募仓位连续回落



管理规模和新发基金小幅反弹

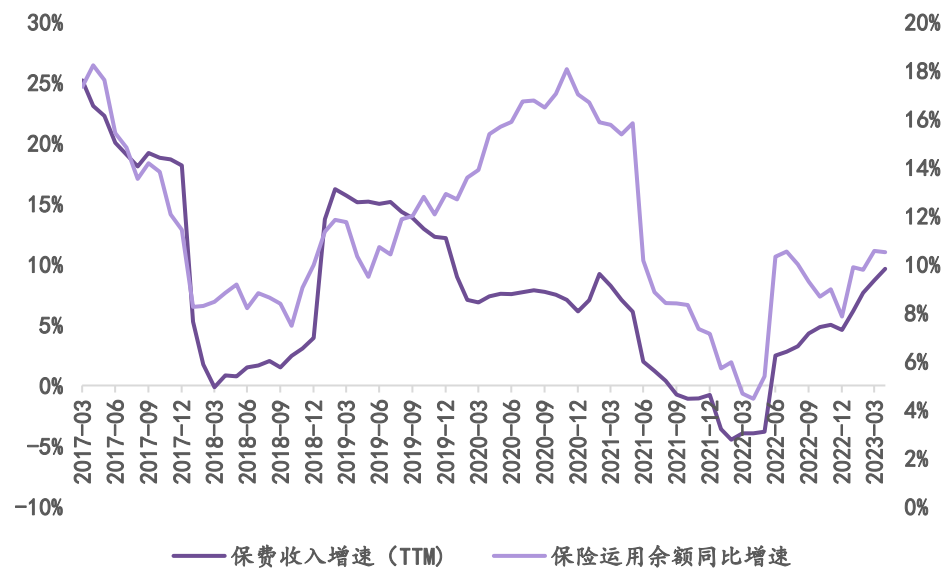


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

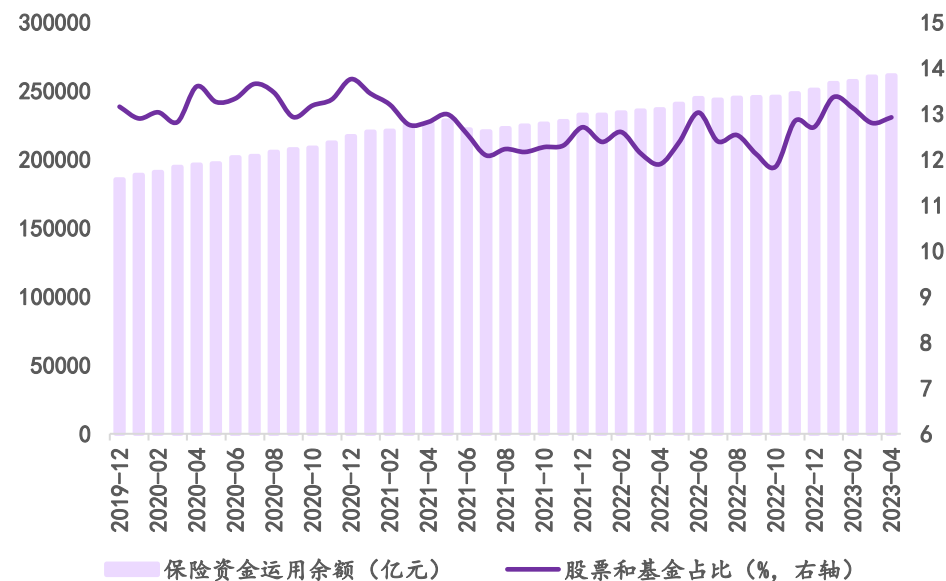
保险：保费收入续高增，仓位提升有空间

- 保费收入增速稳步上行，A股配置高性价比，保险仓位延续回升可期。
- 从增量来看，保费收入增速今年以来逐月提高，保险资金运用余额增速随之提升；
- 从存量来看，保险仓位在今年3月触底反弹，由12.79%小幅提升至12.92%。
- 伴随着保险资金运用余额的稳健提升，可用于股票投资的储备仓位也将随之增加，叠加当前A股配置性价比仍在较高区间，保险资金无论是从增量资金还是配置价值来看，都有较高的加仓动力和空间。

保费收入增速延续上行



保险仓位小幅回升

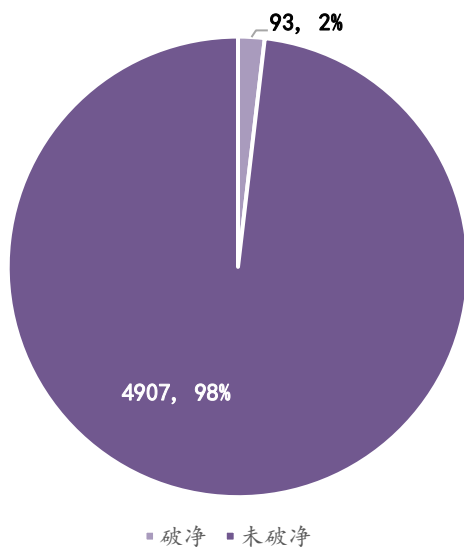


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

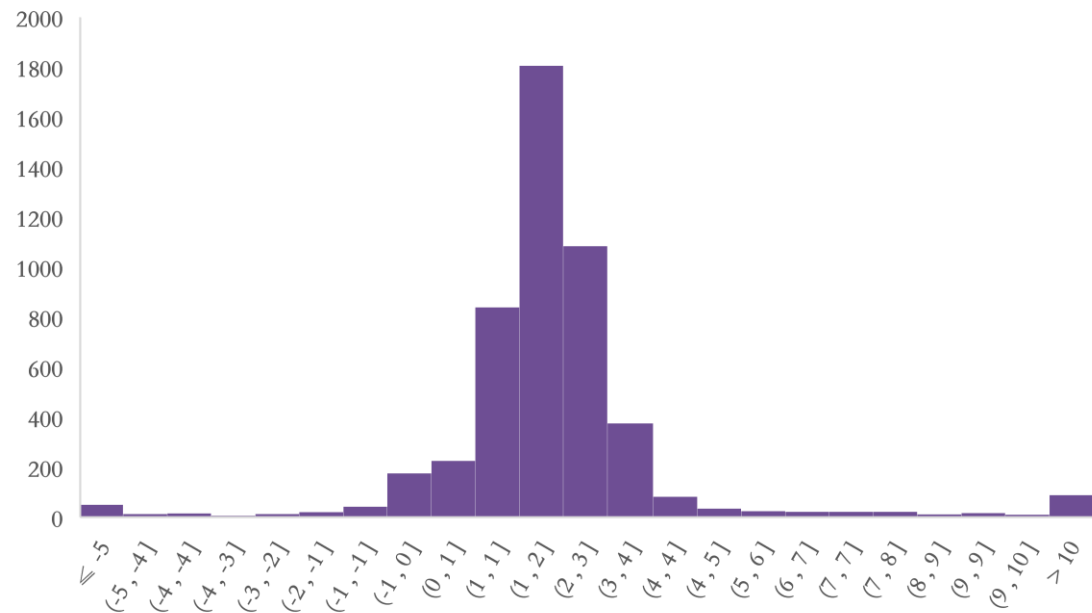
银行理财：破净率较低，赎回压力较小

- 多数银行理财产品在净值以上，年初至今多为正收益。截至6月底，5000只公布净值的理财产品中仅有93只破净，破净率仅有2%，赎回压力有所缓解；
- 从年初以来的产品收益率来看，多数理财产品收益率集中在1%-3%区间，近有322只产品为负收益。
- 结合净值和收益分析，银行理财的赎回压力较小。待市场底确定后，银行理财增量入市可期。

98%的银行理财产品在净值以上



今年以来银行理财收益率多集中在1%-3%区间

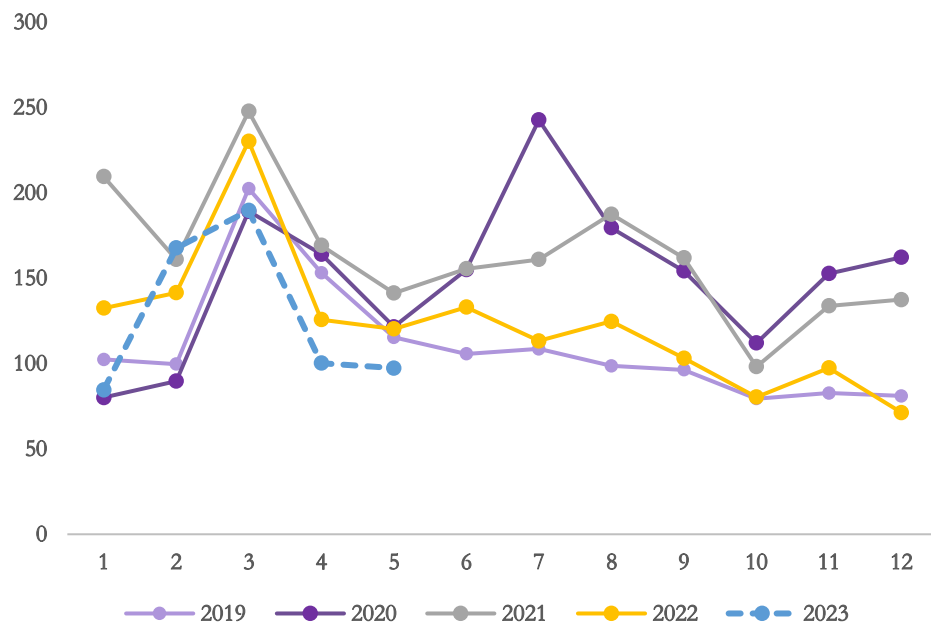


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

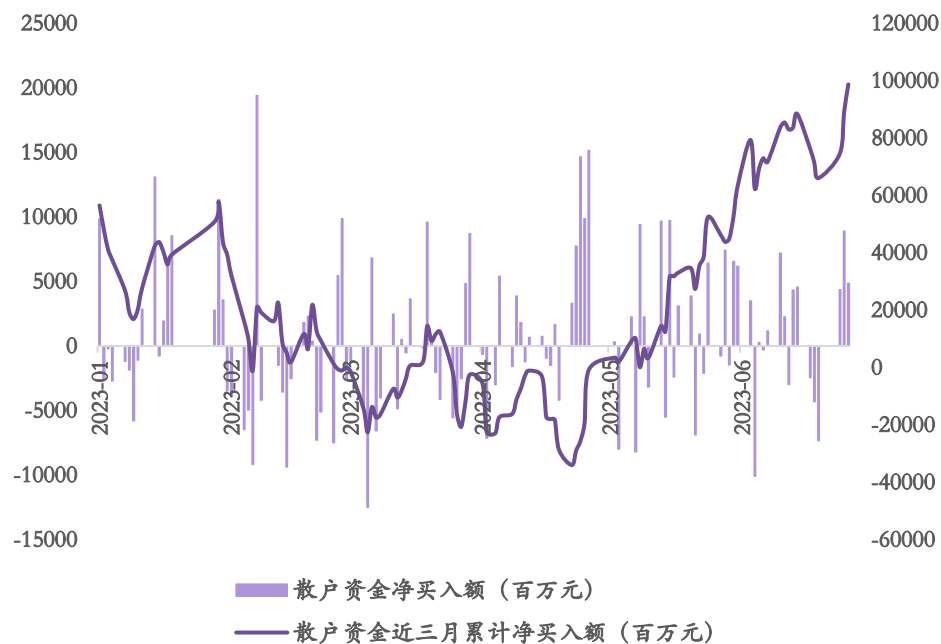
散户：新增开户冲高回落，存量资金底部布局

- **开户数量超季节性回落，存量散户越跌越买。**从散户开户的季节效应来看，开户高峰期已过，下半年新增个人投资者将环比回落，同比最近5年来看，今年散户开户积极性弱于往年，从增量来看下半年或低位震荡，下行空间有限；
- 从散户投资者行为来看，越跌越买导致散户资金近期累计净买入额达到了全年高点，存量逐步逆势入场。

散户开户超季节性回落



散户资金越跌越买



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

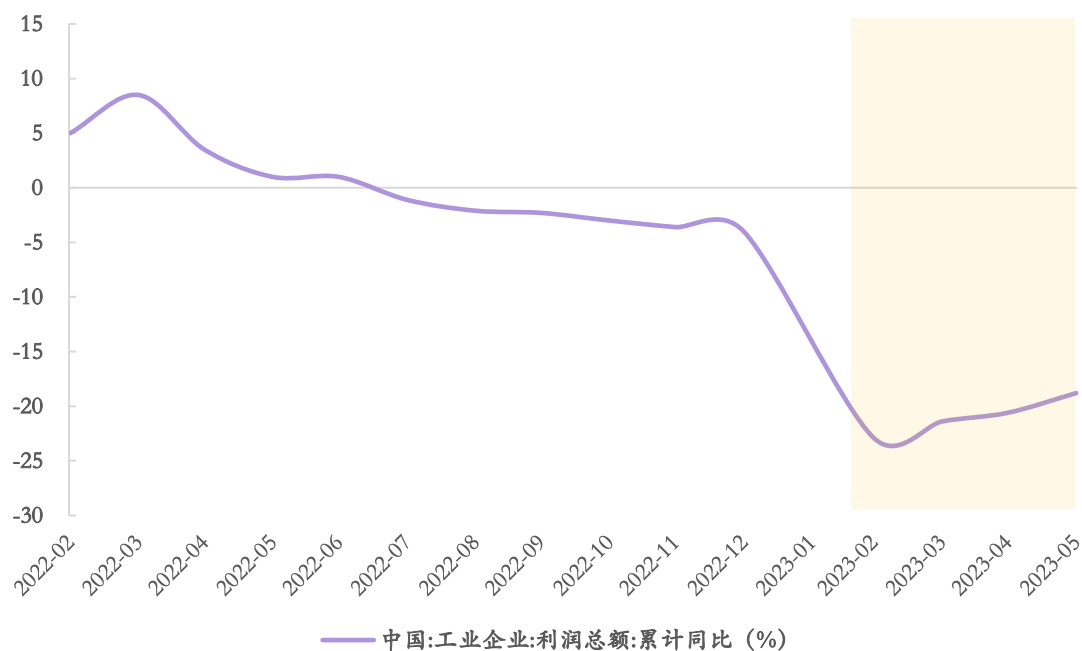
3.3 盈利底：下修后渐修复，底部仍需夯实

研究创造价值

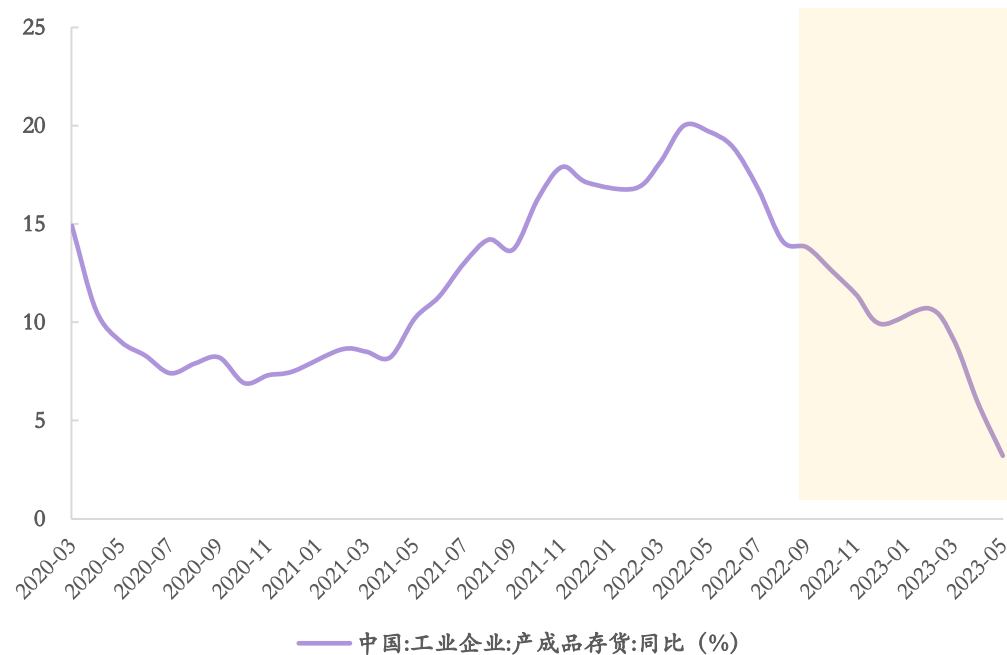
盈利预测：预计2023年全A归母净利增速在3%左右

- 2023Q1，全A归母净利润同比增速分别为1.9%，相较2022Q4上行2.5pct，盈利情况边际有所改善。从工业企业利润表现来看，5月累计同比增速-18.8%，降幅连续三个月收窄，工业企业产成品库存同比增长3.2%，去库速度明显加快，库存底或在2023Q3出现。
- 从全年维度来看，维持全A盈利弱复苏的判断，基于名义GDP与工业企业利润两种预测方法，预计2023年全A归母净利增速在3%左右。

工业企业利润探底回升



库存底预计在2023Q3出现

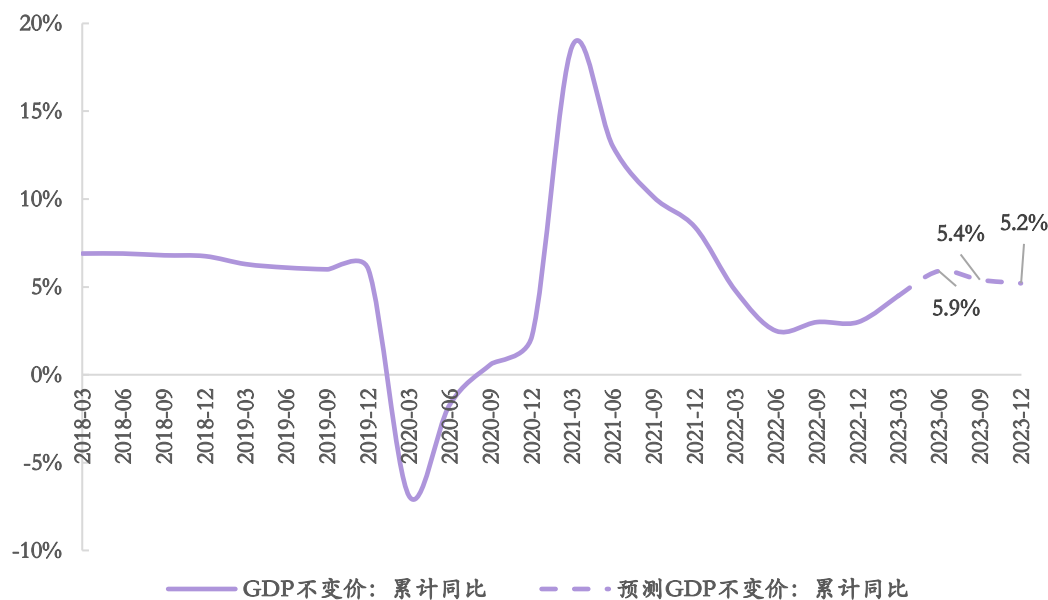


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

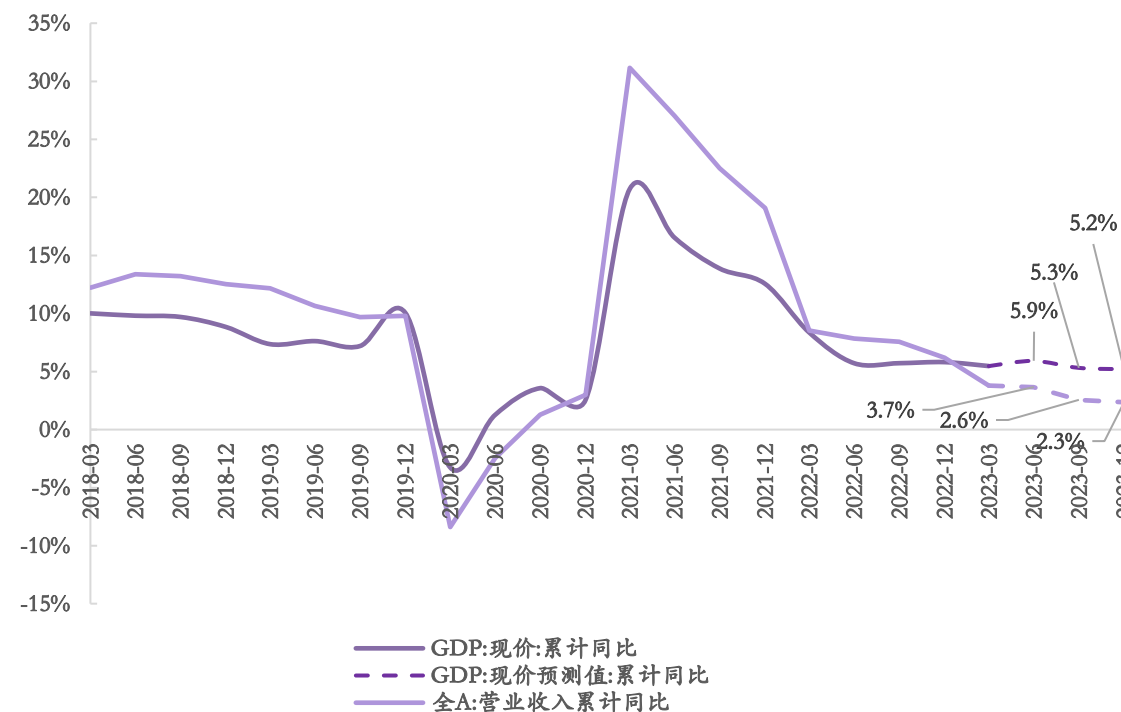
基于名义GDP：预计2023年全A营收增速为2.3%

- 基于名义GDP预计2023年全A营收增速约为2.3%。综合考虑全年经济增长目标（5%）与万得一致预期，预计2023Q2-Q4GDP累计同比增速分别为5.9%/5.4%/5.2%，2023Q2由于低基数效应为全年增速高点。
- CPI与PPI对于GDP平减指数拟合效果较好，通过CPI/PPI预测值计算GDP平减指数(CPI权重更大) 预估名义GDP。从以往经验来看，名义GDP对于上市公司营收增速的拟合效果相对较好，调整后R方达到0.7。
- 根据预估的名义GDP增速预测2023年全年营收增速为2.3%，其中2023年Q2-Q4累计增速分别为3.7%、2.6%、2.3%。

2023Q2为全年GDP增速高点



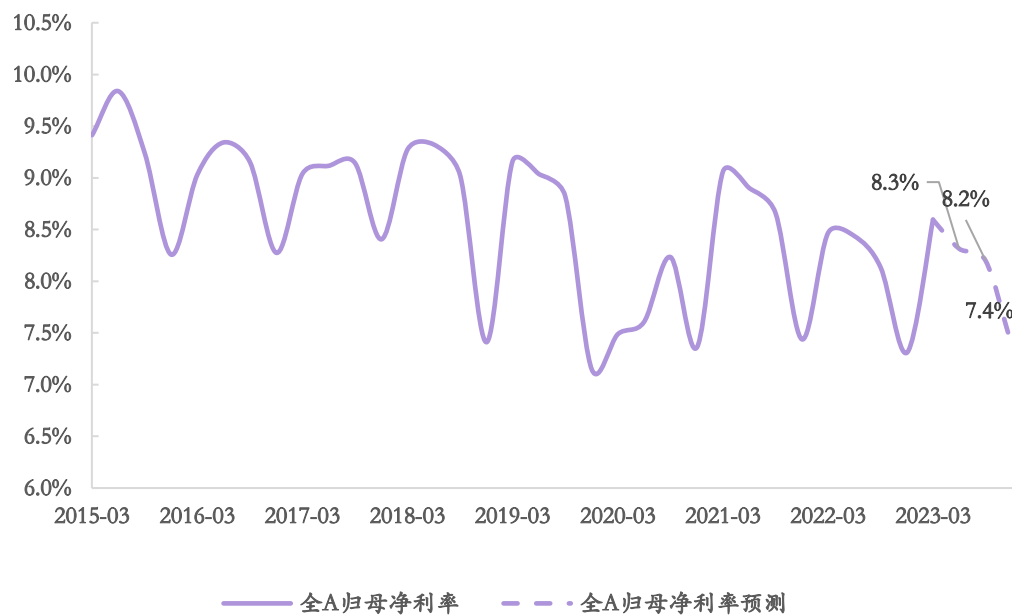
预计2023年全A营收同比增速为2.3%



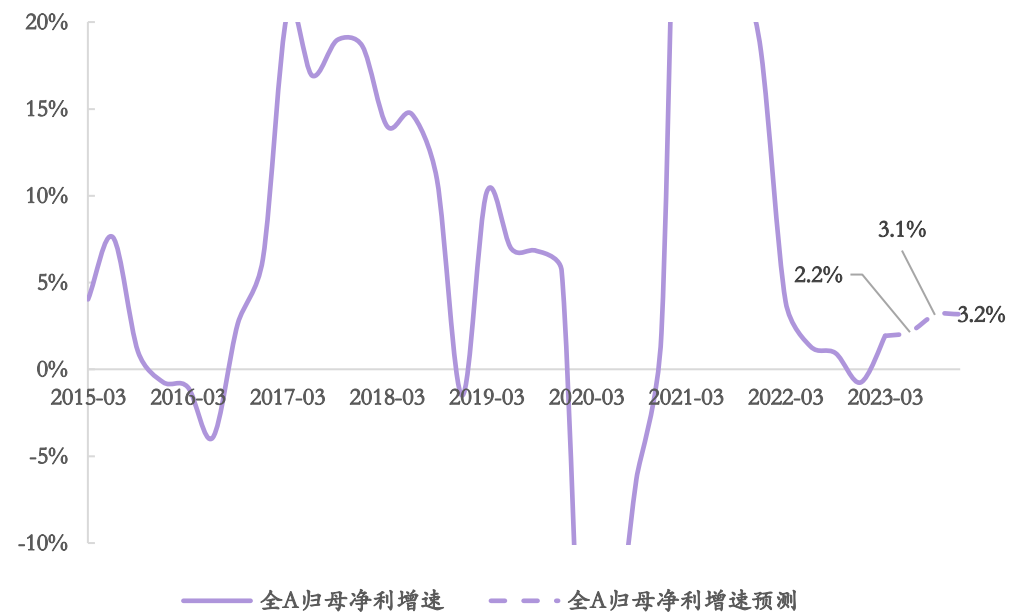
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 通过当季归母净利增速（累计） $= (1 + \text{营收增速（累计）}) * \text{当季归母净利率} / \text{上季归母净利率} - 1$ 来计算当季归母净利增速（累计），以往年经验来看归母净利率存在明显的季节性特征，采用往年平均值得到2023年各季度归母净利率的预测值，测算得到2023年全年归母净利增速为3.2%，其中2023年Q2-Q4归母净利累计增速分别为2.2%、3.1%、3.2%，呈逐季缓慢上行态势。

归母净利率存在明显的季节性特征



预计全A2023年归母净利增速为3.2%

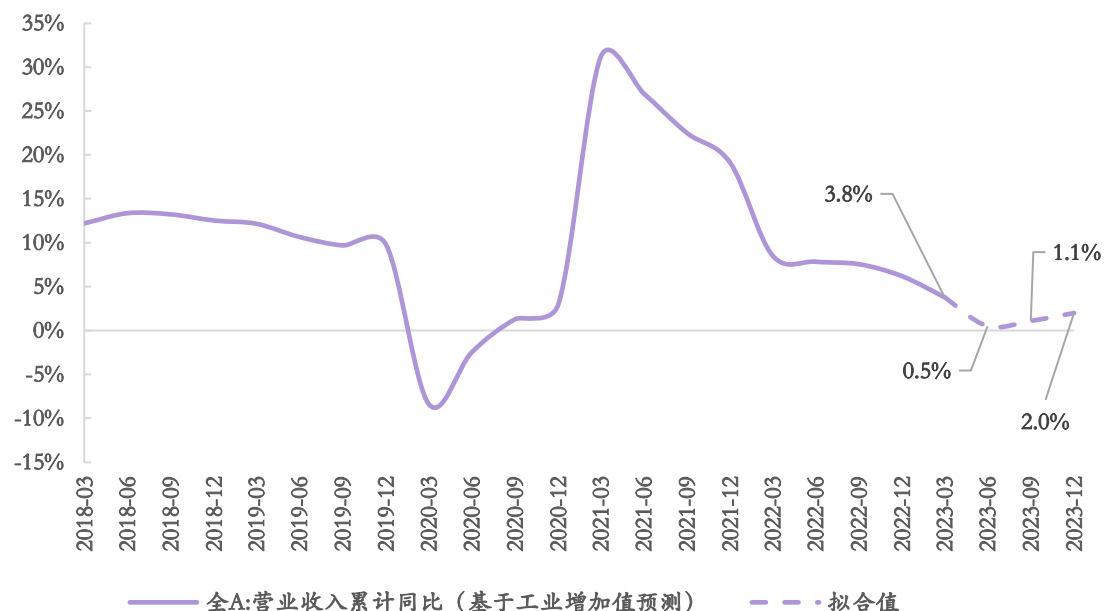


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

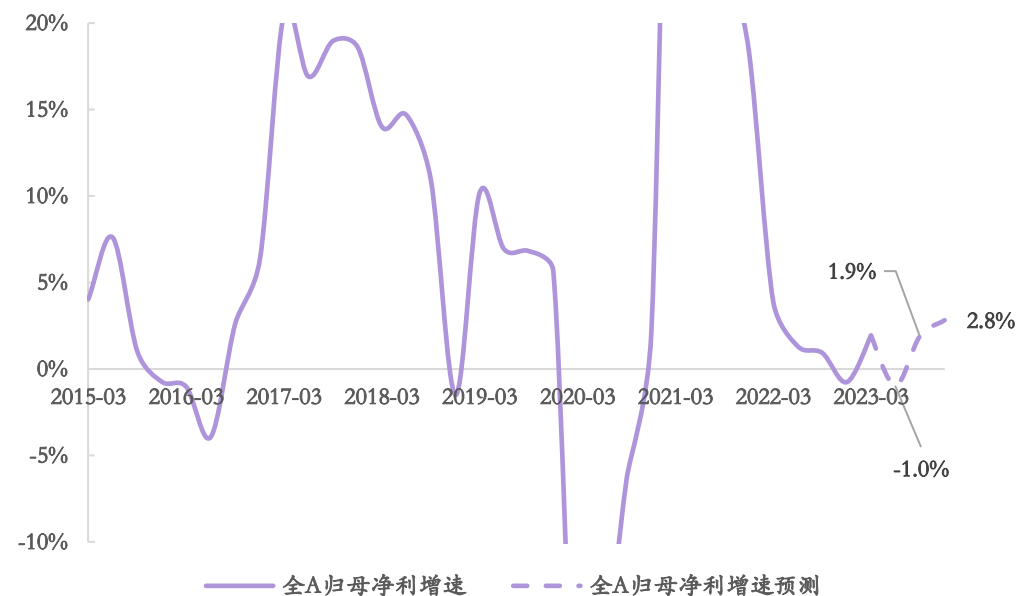
基于工业增加值：预计2023年全A归母净利增速为2.8%

- 若通过工业增加值与PPI预期值拟合得到营收增速，结合万得一致预期，预计2023年全年营收增速为2.0%，其中2023年Q2-Q4营收增速分别为0.5%、1.4%、2.0%。
- 结合此前对于净利率的预测，预计2023年全年归母净利增速为2.8%，其中2023年Q2-Q4归母净利增速分别为-1.0%、1.9%、2.8%。

预计2023年全A营收增速为2.0%



预计2023年全A归母净利增速为2.8%



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

3.4 市场底：调整接近尾声，分母端助力上行

研究创造价值

市场底信号再现，分母端逐渐改善，分子端仍待确认

- 拆解DDM三因子：市场底积极信号积聚，分母端逐步改善，分子端仍需夯实。
- 从风险偏好看，ERP再度上行接近+1标准差提醒A股配置性价比处于高位，PE处于均值以下水平，分位仅有39%，估值安全垫较高，杠杆交易、ST指数换手率、缩量率等高频情绪指标已走出底部，边际上行；
- 从流动性看，美债利率伴随联储加息尾声易下难上，国内宏观流动性保持宽松，股市增量储备充足；
- 从盈利看，经济弱复苏态势不改，PPI还在下行过程中，产能周期已处于底部区域，上市公司业绩底仍待确认。

DDM三因子	指标	当前位置
风险偏好	ERP	接近+1 σ
	PE	均指以下，39%分位
	杠杆交易占比	从-1 σ 回升
	ST指数换手率	较底部增加57%
	缩量率	从-40%底部水平回升
流动性	10年期美债利率	上行动力有限
	国内货币政策	逆周期调节定调，OMO、MLF、LPR降息，降准降息仍可期
	增量资金	外资底确认，增量储备充足
盈利	经济周期	弱复苏
	产能周期	处于底部区间
	A股业绩	大概率于2023Q2-Q3见底

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

牛市初期回调已近尾声, 有望重回震荡上行态势

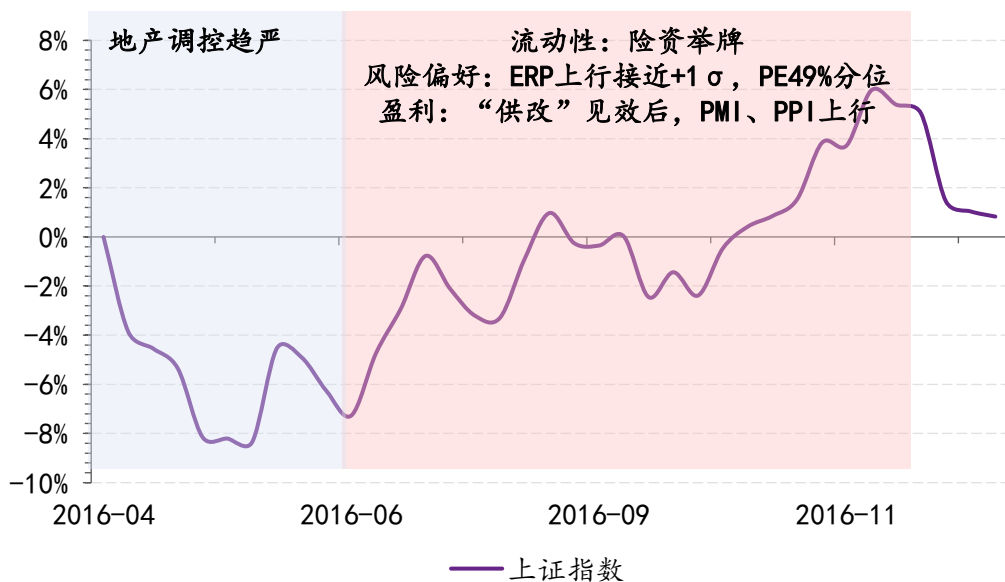
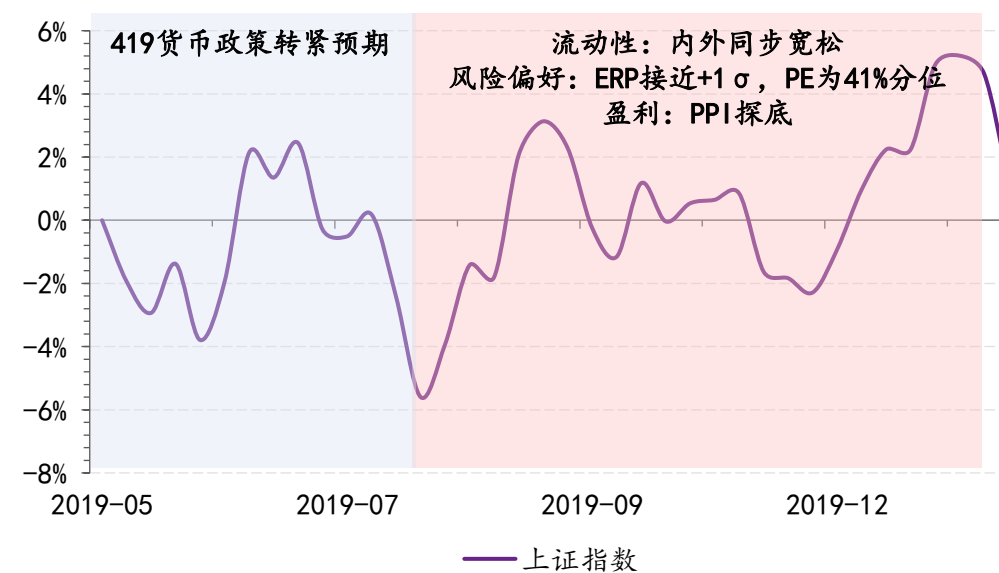
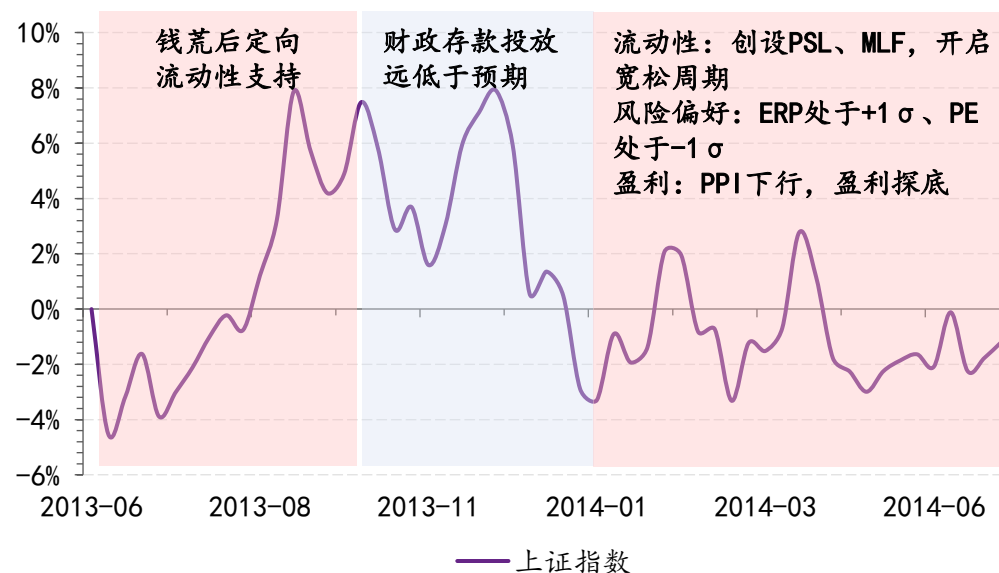
- **A股牛熊周期一般在3-4年左右, 2023年为牛市初期, 分母端逐步改善后, 震荡上行可期。** 2010年以来共经历了三轮完整的牛熊周期, 牛市初期都会呈现“上行——调整——回升”的震荡上行走势。2022年11月A股正式进入新一轮牛市初期, 到2023年4月中旬上行较为顺畅, 之后开始调整, 调整时间和幅度与2014年和2016年牛市初期接近。
- **分母端风险偏好回升和流动性改善是牛市初期从调整到回升的必要条件。** 从此前三轮牛市初期调整结束的原因来看, 2014年是降准降息周期开启, 2016年是资产荒背景下的险资举牌助推增量资金入市, 2019年是内外宏观流动性同步宽松, 均有风险偏好回升和流动性改善。
- **2023年6月经济弱现实催生政策强预期, 突发非常规降息, 一批政策出台在即, 分母端逐步改善。**

牛市初期调整		调整结束信号	
持续时间	上证指数涨跌幅%	催化	跟进
(2013. 12. 5-2014. 1. 20) 32个交易日	-11. 57	春季躁动, 跨节资金面宽松, 央行连续启动天量逆回购, 使得短期流动性预期有所改善	4月创设PSL并且开始两次定向降准, 9月创设MLF, 11月开启6次降息周期
(2016. 4. 15-2016. 5. 26) 29个交易日	-8. 43	高盛: MSCI指数6月纳入中国A股的概率升至70%。6月15日将揭晓MSCI纳A股结果, 市场抢跑。	资产荒但微观流动性充裕, 险资举牌。社融拐点出现, 盈利触底回升, 随后PMI上行, PPI转正, 经济复苏共识愈发强烈
(2019. 4. 22-2019. 8. 6) 73个交易日	-15. 08	8月8日MSCI扩大纳入	8月9月联储连续两次降息25BP; 8月LPR改革变相宽松, 9月全面降准50BP
(2023. 4. 19-2023. 6. 26) 44个交易日	7. 15	加强逆周期调节, 非常规降息, 出台新能源车、家电家居支持政策	

资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

定价主导因子：分母端决定方向，分子端影响强度

- DDM三因子中分母端流动性和风险偏好定方向，分子端业绩影响指数上行强度。
- 从前三轮牛市初期调整后回升的规律来看，流动性改善和风险偏好触底共同催化市场回升，盈利的更多是后验，直接决定上行幅度。
- 比较直观的是2016年之后，PMI、PPI上行，复苏力度较强，回升幅度更大。



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

04. 主线选择：先AI+高端制造，后消费+医药

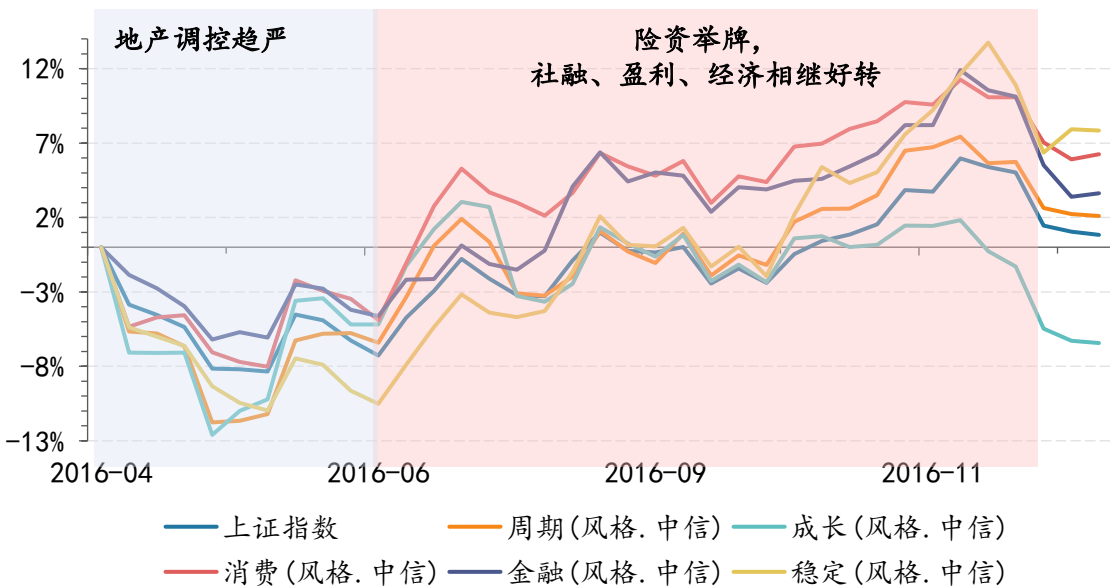
研究创造价值

历轮牛市初期调整后回升：成长、消费先后占优

➤ 三轮牛初调整结束后的股价走势关键因素均由DDM分母端向分子端转变，回升前段往往在流动性宽松和风险偏好的助推下，成长风格占优，中后段盈利逐渐成为主导，盈利增速更为稳定的消费风格开始接棒。

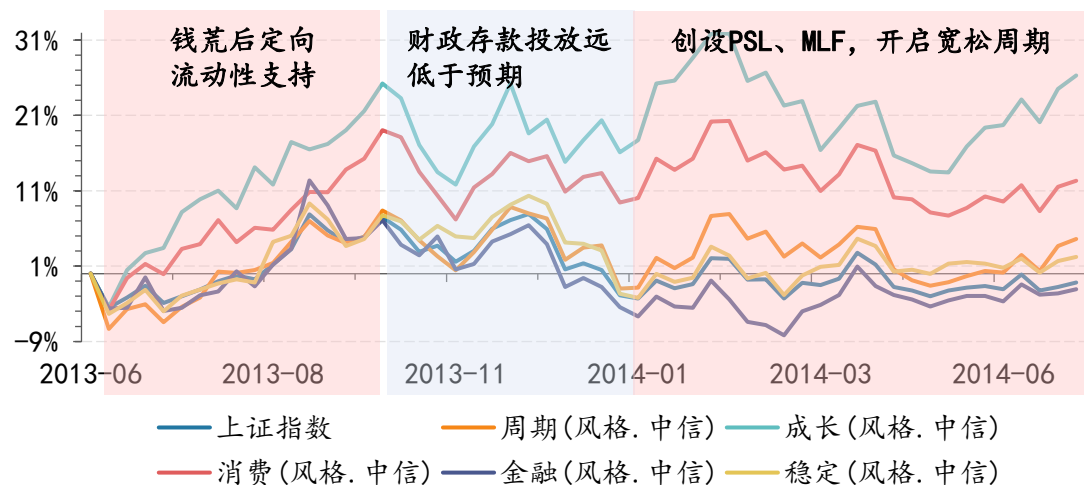
- 2014年：成长占优，消费次之；
- 2016年：成长初期较好，消费持续领涨；
- 2019年：成长消费轮番占优。

2016年成长初期较为突出，消费由于基本面好转持续领涨

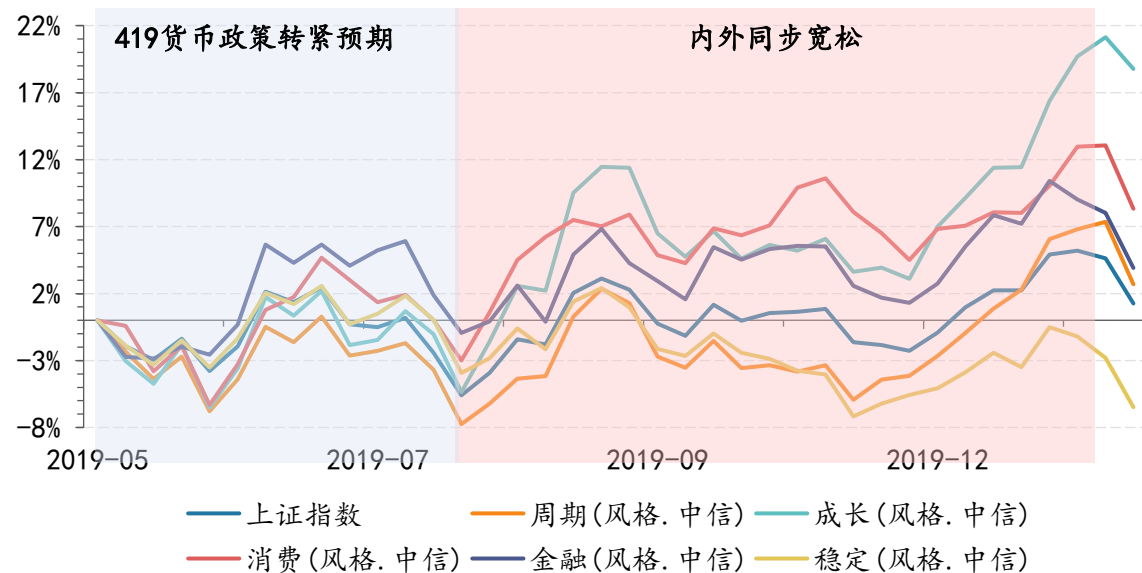


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2014年成长占优，消费紧随其后



2019年从成长消费轮番占优



一级行业：电子、综合、建材、医药、计算机、通信、汽车、电力设备居前

	三轮平均涨跌幅		
	T+10	T+60	T+120
农林牧渔	0.72	3.54	3.16
基础化工	4.25	9.14	14.80
钢铁	1.32	3.90	7.17
有色金属	4.94	4.32	12.54
电子	9.36	13.43	24.95
家用电器	3.96	10.03	12.81
食品饮料	4.85	11.81	9.41
纺织服装	3.78	5.63	10.31
轻工制造	6.42	10.27	13.20
医药生物	5.64	12.56	17.29
公用事业	3.67	4.74	5.29
交通运输	4.03	5.17	2.99
房地产	4.28	9.74	11.10
商贸零售	4.73	5.83	5.27
社会服务	6.22	8.26	6.36
综合	7.20	15.29	22.99
建筑材料	3.91	11.70	21.59
建筑装饰	2.31	6.62	11.63
电力设备	6.74	7.63	15.61
国防军工	7.43	6.67	10.03
计算机	7.87	9.88	17.59
传媒	5.43	4.73	9.50
通信	8.19	9.34	15.30
银行	2.17	7.48	2.83
非银金融	3.12	4.34	5.05
汽车	5.31	9.11	17.44
机械设备	4.61	5.10	10.48
煤炭	1.77	3.87	6.72
石油石化	2.11	5.33	6.11
环保	4.97	3.94	7.13
美容护理	2.37	7.59	9.64

二级行业：TOP30领涨的多为成长和消费细分方向

	TOP30三轮平均涨跌幅		
	T+10	T+60	T+120
农商行II	16.85	32.47	76.46
半导体	12.54	14.69	36.63
电池	11.03	11.28	35.84
非金属材料II	32.95	16.48	34.51
能源金属	6.95	11.46	29.54
汽车零部件II	4.77	12.18	28.52
文娱用品	8.29	15.61	27.52
摩托车及其他	5.16	16.03	26.92
元件	9.75	14.64	26.06
数字媒体	8.78	9.95	25.50
其他电子II	9.73	14.44	25.31
游戏II	6.98	6.58	24.96
消费电子	10.18	14.70	24.11
医疗器械	9.37	18.81	23.52
汽车零部件	5.78	10.27	23.12
玻璃玻纤	6.08	12.42	23.11
综合II	7.20	15.29	23.00
装修建材	3.96	12.45	22.78
地面兵装II	7.86	9.53	22.43
医疗服务	5.84	20.50	21.92
化学原料	5.07	11.06	21.41
软件开发	9.36	12.63	21.29
房屋建设II	2.18	7.34	21.25
通信服务	5.29	8.47	21.07
航天装备II	7.84	8.92	21.07
水泥	3.25	11.18	20.96
教育	7.24	11.45	19.85
化学制药	5.25	13.30	19.60
电子化学品II	6.68	9.21	19.59
动物保健II	6.35	13.46	19.36

数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **复盘前三轮牛市初期调整后回升的行业涨跌幅，总体呈现前期TMT+高端制造领涨，中后期食品饮料+地产后周期+消费医药强势的规律。**
T+10至T+60期间电子、计算机、传媒、通信、军工、电力设备明显占优；从T+60至T+120期间食品饮料、医药、家电、轻工、汽车、建材较为强势。
- 当前央行明确加强逆周期调节，货币宽松窗口开启，一批稳增长政策已在路上，与前三轮牛初调整结束的定价主导因子较为相似，**都是DDM分母端的流动性宽松和风险偏好回升**，预计回升前段成长相对占优。待下半年经济底、业绩底、库存底夯实后，定价主导因素逐渐转向分子端，助力盈利相对稳定的消费风格指数上行。
- 结合牛市初期复盘规律与业绩/估值驱动，2023年下半年在行业选择上**把握景气度向上的AI+高端制造，主要包括AI中的算力、应用以及数据要素方向，高端制造中的机器人、军工、半导体方向**，亦可逢低布局估值与配置占比双低，以结构性机会为主的**消费+医药**方向，主要包括**轻消费（休闲食品、彩妆、饮料），地产竣工链（家电/轻工/纺织），以及医药中的中药/创新药。**

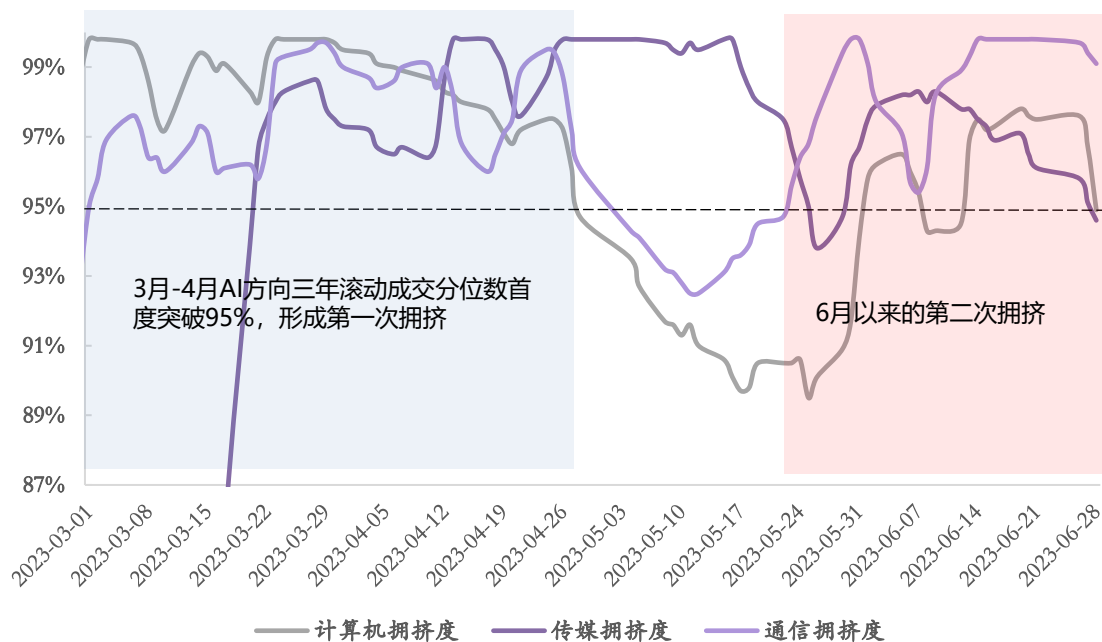
4.1 AI+高端制造：产业趋势明确，看好景气向上

研究创造价值

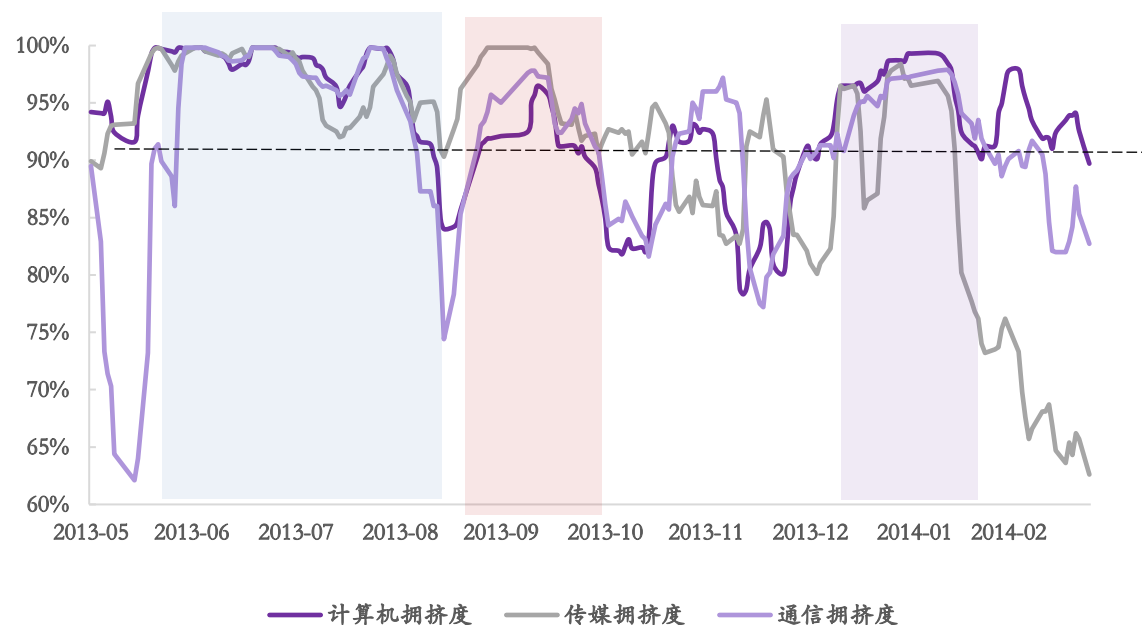
交易面：TMT成交占比分位突破95%，会何去何从？

- ▶ 计算机/传媒/通信三年滚动成交占比分位数在经历了5月短暂的下行后，6月以来再次上行至95%分位以上，市场开始担忧AI方向“的二度拥挤交易”。
- ▶ 下面以95%作为三年滚动成交占比的阈值（下同），复盘过去TMT交易拥挤后的市场选择。
- ▶ **2013.5-2014.2**：传媒/计算机/通信板块出现了三轮较为典型的拥挤，分别为2013/6/15-2013/9/6，2013/9/24-2013/10/15(时间略短，仅传媒、通信持续拥挤)以及2014/1/9-2014/2/14。

6月计算机/传媒/通信三年滚动成交占比分位再次回到95%以上

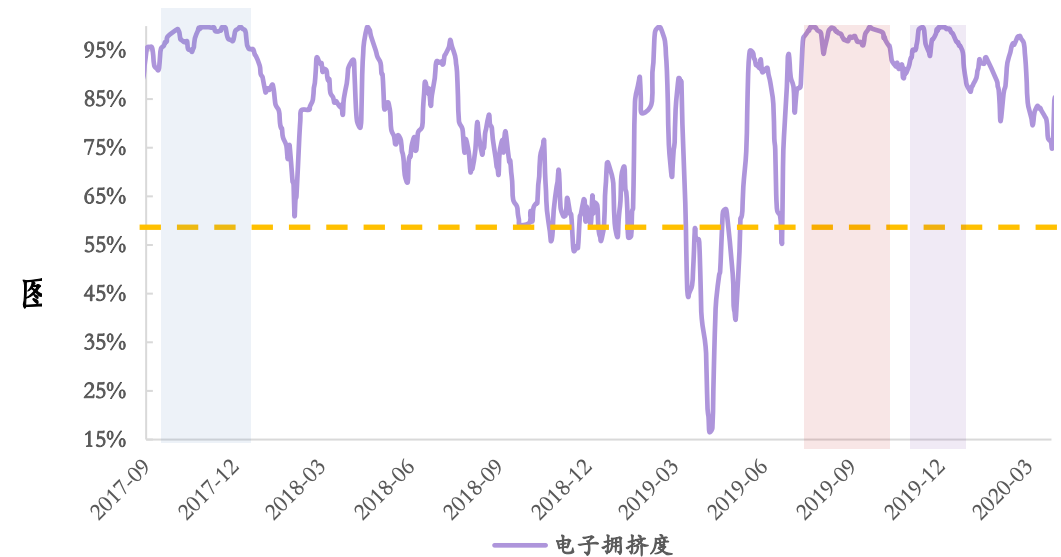


2013.5-2014.2计算机/传媒/通信出现了三轮拥挤



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2017/9-2017/12、2019/7-2019/10以及2019/11-2019/12电子的三轮拥挤



TMT行业拥挤后相对收益复盘

行业	拥挤开始时间	拥挤结束时间	拥挤持续时间 (天数)	拥挤区间相对涨跌幅 (%)	拥挤结束后T+30D相对涨跌幅 (%)	拥挤结束后T+90D相对涨跌幅 (%)	拥挤结束后T+180D相对涨跌幅 (%)
传媒、计算机、通信	2013/6/15	2013/9/6	83	34.30	1.48	-22.15	15.82
	2013/9/24	2013/10/15	21	10.89	-18.70	-3.95	4.26
	2014/1/9	2014/2/14	36	9.31	10.55	-3.72	-6.09
电子	2017/9/7	2017/12/26	110	-15.57	-9.20	11.06	2.32
	2019/7/17	2019/10/16	91	-4.46	8.51	27.95	37.47
	2019/11/8	2019/12/29	51	11.76	20.49	20.10	44.19
平均值				7.70	2.19	4.88	16.33

数据来源：Wind，华鑫证券研究（注：收益复盘表中传媒、计算机、通信行收益统计选取三者区间涨跌幅平均，相对收益比较基准为上证指数）

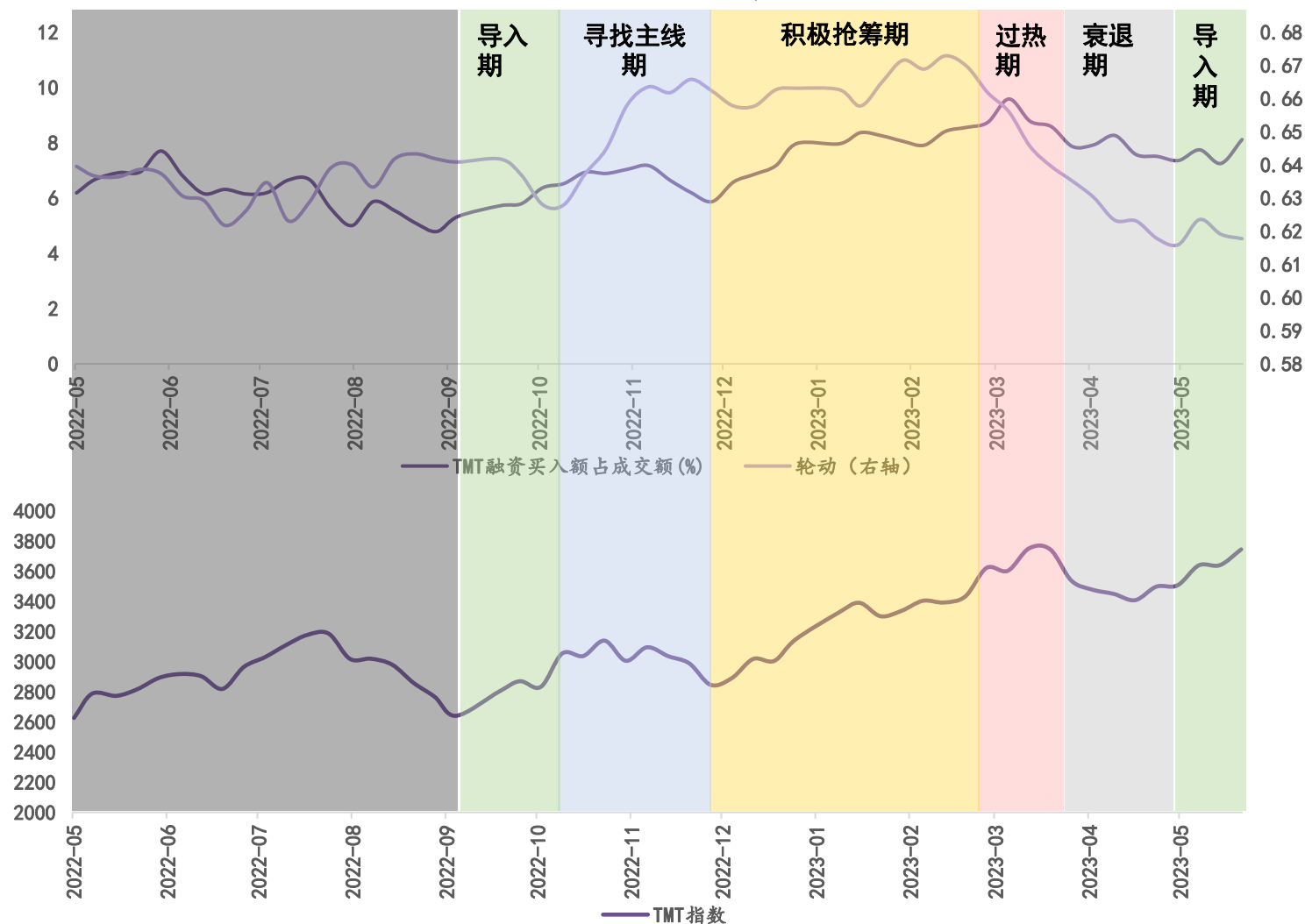
- **2017-2019年**：电子行业在也出现了三轮典型的拥挤交易，分别为2017/9/7-2017/12/26（持续时间相对较长）、2019/7/17-2019/10/16以及2019/11/8-2019/12/29。
- 以上六轮TMT行业三年滚动成交占比分位突破95%后，**无论是拥挤期间还是拥挤后对应指数30/90/180天均相对跑赢上证综指，尤其是半年维度（180日）超额收益可观。**
- 从复盘情况来看，**短期的拥挤度再度上冲并不影响主线行情的持续演绎，产业趋势才是后续AI行情持续性的决定因素。**

情绪面：AI新情绪周期开启，行情持续性值得期待

➤ 新一轮情绪周期才进入导入期，主线行情仍有较长的演绎时间。TMT内部行业轮动处于低位，市场对于AI上游硬件和下游应用的共识依旧存在，且短期并未有新的技术催化行业内部轮动提速；TMT融资交易占比震荡上行，表明市场的交投活跃度提升，对于AI主线的关注度回暖。综合来看，AI主线新一轮的情绪周期开启较为明确。

➤ 往后看，根据情绪周期的规律，导入期的持续时间不会过长，伴随资金的涌入，融资交易占比将进一步提升，交易热度或将推动TMT内部细分方向开始轮动，情绪周期逐渐步入寻找主线期，AI主线短期震荡不用过度担忧。

AI情绪周期处于新一轮导入期



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- 年初数字中国规划强调要重视人工智能基础设施建设，随着AIGC的兴起国内对于人工智能技术的立法与管理也日趋完善。
- 自5月以来，北京、上海、深圳等多地也相继出台AI相关支持政策，涉及**算力、大模型、数据要素、立法、高水平应用**等多个方面，AI产业政策支持力度持续加码。

2023年以来中央/地方产业政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	主要内容
2023年2月	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造
2023年4月	网信办	《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》	国家支持人工智能算法、框架等基础技术的自主创新、推广应用、国际合作，鼓励优先采用安全可信的软件、工具、计算和数据资源
2023年5月	国资委	扩大会议	要指导推动中央企业加大在新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机等战略性新兴产业布局力度，推动传统产业数字化、智能化、绿色化转型升级
2023年5月	上海	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	充分发挥人工智能创新发展专项等引导作用，支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设。推动“补需方”改革，支持高校、科研机构、国有企业通过政府采购、租用等方式使用民间投资的数据储存和算力资源；通过科技创新券支持民营企业租用算力、存储资源；推动政府部门租用民间投资专用算力支持大语文学、元宇宙、时空底图等专业场景应用。
2023年5月	北京	《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025年）》	到2025年，本市人工智能技术创新与产业发展进入新阶段；关键核心技术基本实现自主可控，其中部分技术与应用研究达到世界先进水平；人工智能产业规模持续提升，形成具有国际竞争力和技术主导权的产业集群；人工智能高水平应用深度赋能实体经济，促进经济高质量发展；人工智能创新要素高效配置，创新生态更加活跃开放，基本建成具有全球影响力的人工智能创新策源地。
2023年5月	北京	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	提升算力资源统筹供给能力、提升高质量数据要素供给能力、系统构建大模型等通用人工智能技术体系、推动通用人工智能技术创新场景应用、探索营造包容审慎的监管环境五大方向，提出21项具体措施。
2023年5月	深圳	《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）》	建设城市级智能算力平台。整合深圳市算力资源，建设城市级算力统筹调度平台，实现“算力一网化、统筹一体化、调度一站式”，全市可统筹的公共智能算力及相关网络带宽保持国内领先水平；打造大湾区智能算力枢纽；建设企业级智能算力平台。
2023年6月	成都	《成都市关于进一步促进人工智能产业高质量发展的若干政策措施（征求意见稿）》	其中，支持企业、科研机构开展核心算法与专业算法研发，布局大规模语义模型、多模态通用模型、小参数模型、行业模型等。

数据来源：国务院、网信办、国资委、各地政府官网、华鑫证券研究

基本面：海外映射已进入成熟期

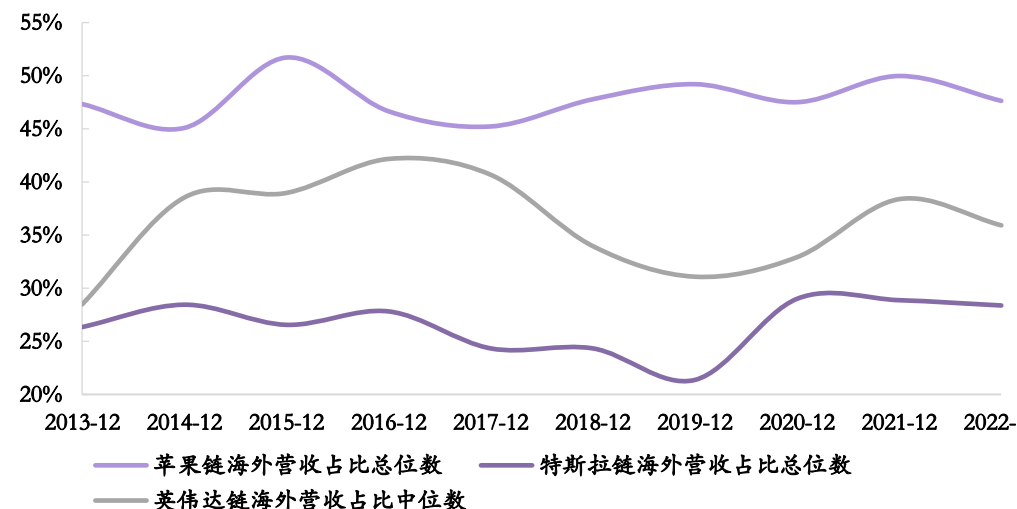
- **当前英伟达链映射进入成熟期：**海外AI龙头英伟达市值已突破万亿，对比此前两轮A股典型的成长行情映射——苹果&特斯拉链映射，本轮英伟达链映射兼具了此前苹果链（新业务拓展）以及特斯拉链（产业趋势推动）的特点，从产业特征（算力芯片产业趋势明确，国产部分供应链具备比较优势）、股价走势（高度相关）以及产业链个股海外营收占比（高于特斯拉链）判断，英伟达链映射进入成熟期。
- **从前两轮映射经验来看，映射的本质是供应链的中国化导入与业绩的同步高增，成熟期的映射往往会持续2-3年时间，因此从海外产业映射维度来看AI主线持续性无需过度担忧。**

苹果/特斯拉/英伟达链映射对比

对比环节			
成熟期映射时间	2019/1-2021/12	2019/8-2021/11	2023年至今
成熟期涨幅	363.8%	2269.0%	156.5%
成熟期映射指数涨幅 (%)	143.2%	128.6%	60.0%
映射核心市值	万亿级	万亿级	接近万亿
标志性产品	Airpods	Model 3	H800
产业趋势	智能手机渗透率接近饱和	新能源车渗透率快速上行	算力芯片渗透率加速上行
国内映射环节	镜头、耳机、屏幕等	正极、负极、电解液等	服务器、光模块、液冷

数据来源：Wind，华鑫证券整理

2022年英伟达链海外营收占比中位数高于彼时的特斯拉链



➤ **AI算力市场空间广阔，增速处于较高水平：**根据工信部披露，2022年我国算力总规模已达180EFLOPS，位居全球第二，存力规模超过1000EB，服务器超过2000万台，算力基础设施梯次供给体系已初步形成。以ChatGPT为代表的AI大模型催生了海量的非结构化数据（文本、图表、语音、视频等）处理需求，这也使得以 GPU/CPU为代表的**高性能智能算力**增速明显快于整体。根据信通院，2021年我国智能算力规模达到104EFlops,yoy+85%，占全部算力的比重已超过50%。

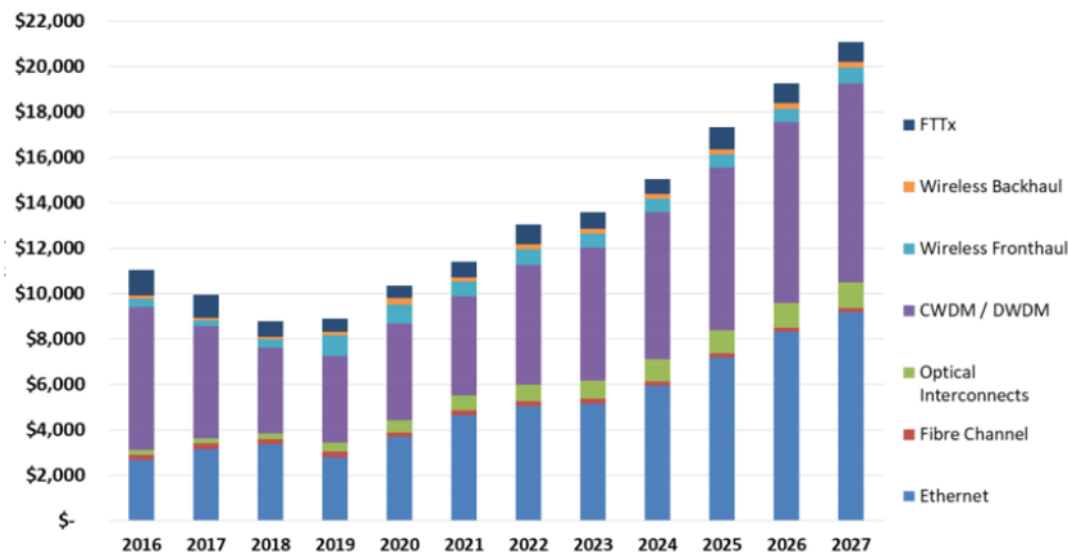
➤ **算力方向建议关注：**

- **光模块：**AI大模型的出现对数据传输（低时延、高速率）提出更高要求，这也使得**高速光模块**需求加快释放。根据Lightcounting 预测，全球光模块市场规模未来五年有望达到10%以上的复合增速，到2027年全球市场规模突破200亿美元，国内**龙头光模块**公司有望率先受益于中长期市场空间打开
- **GPU/CPU制造：**国内**华为、寒武纪、海光信息、龙芯中科、遂原、壁仞**等算力龙头公司产品加速迭代，未来有望逐步实现AI芯片和AI算力国产化。
- **服务器：**AI配套服务器相较普通服务器货单价更高，有望迎来量价齐升逻辑，国内**龙头企业**AI服务器全球市场份额居前，具备全球竞争优势。

我国智能算力占比近年来稳步提升



预计全球光模块市场规模未来5年将达到复合14%的增速



数据来源：中际旭创2022年年报，Lightcounting，华鑫证券研究

AI应用：海内外对比，应用端将由内容创作向外扩散

➢ 当前国内AI应用发力方向主要集中在围绕文字、图像、视频、音频、语音等内容创作方面，海外已有基于大模型推出的机器人、传媒游戏、办公、搜索、医药等方向的成熟应用，或为后续国内AI应用发展方向提供指引。

国内应用主要集中在内容创作内容领域

海外AI应用落地主要集中在机器人、传媒游戏、办公、搜索、医药



机器人

谷歌：通用大语言模型PaLM2, Bard
 Inflection AI：人工智能聊天机器人产品Pi
 MakeMyTrip：AI语音助手
 Coupang：机器人产品AGV

传媒游戏

Midjourney：Midjourney5.2
 Stable Diffusion：Stable Diffusion XL 0.9
 Adobe：生成式AI模型集“萤火虫 (firefly)”
 Meta：AI Sandbox

办公

苹果：MR产品AppleVisionPro, 空间操作系统VisionOS
 谷歌：Duet AI
 微软：AI办公助手Dynamics 365 Copilot, office 365 Copilots
 Hugging Face：StarCoder LLM

搜索

Perplexity AI：AI研发对话式搜索引擎
 微软：采用OpenAI技术的NewBing和Edge浏览器新版本

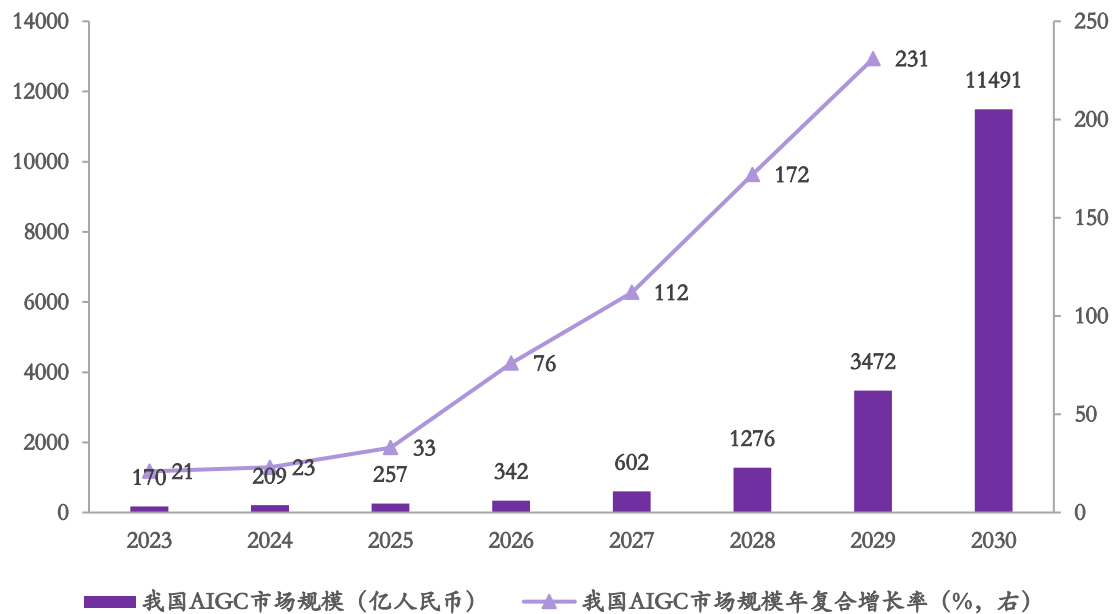
医药

Hippocratic：Hippocratic AI

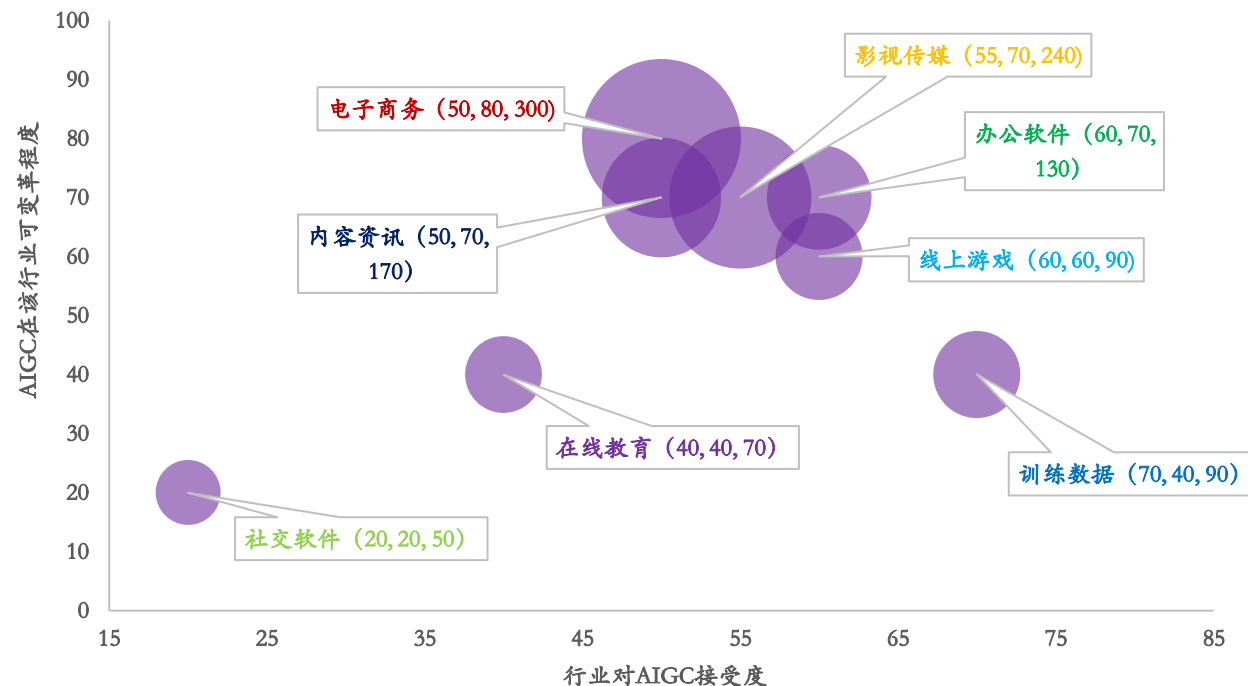
数据来源：搜狐、新浪网、量子位，华鑫证券研究

- 根据 Gartner 的“人工智能技术成熟度曲线”，当前生成式 AI 仍处于萌芽期，随着AI硬件及大模型的不断迭代更新，预计将在 2-5 年内形成AI应用的规模化应用，从增速的二阶导上来看快速上行拐点仍未到来。
- 细分方向上，建议关注兼具高可变革性（AIGC应用“插件化”植入便利）以及高接受度（用户增长，降本增效）的垂直类应用方向，主要包括内容创作、数字营销、游戏、办公软件等。

国内AIGC市场规模后续有望迎来增速二阶导向上拐点



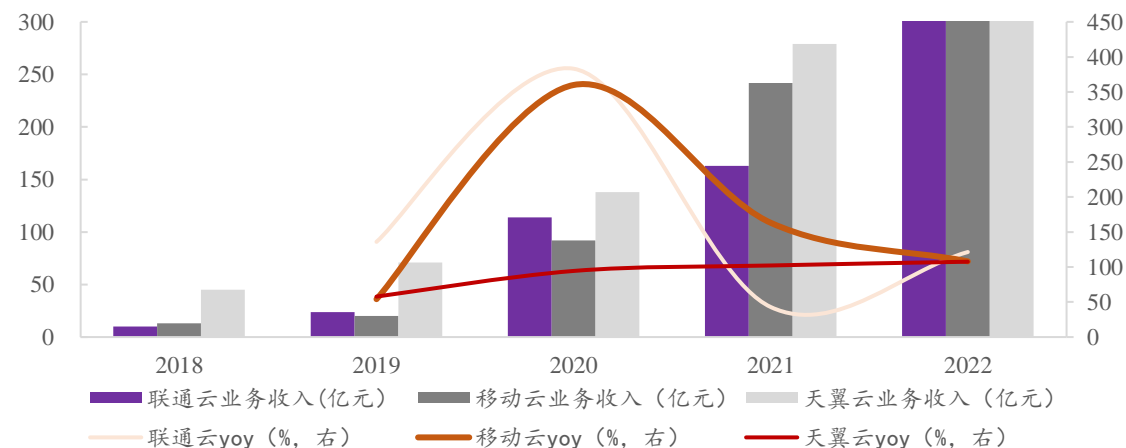
影视传媒、电子商务、办公软件、游戏处于接受度/可变革双高区间



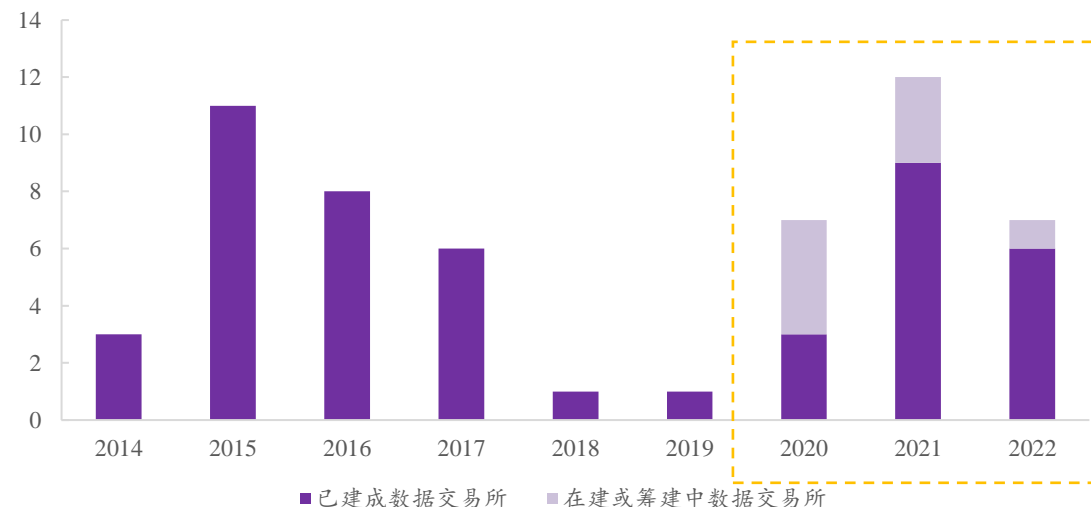
数据来源：量子位，华鑫证券研究

- **数据要素是AI训练与迭代成功的关键**：伴随着数据二十条与数字中国规划的颁布，相对稀缺的公用数据与行业数据要素的价值将愈发凸显。
- **数据要素市场化三大方向建议关注**：
 - **运营商**：在数字资产云业务层面具有资源优势 and 先发优势，联通云/移动云/天翼云业务2022年营收增速分别为127%/108%/108%，均实现翻倍以上增长，将充分受益于数字资产确认、交易与储存；
 - **数据交易**：当前数据资产交易市场已接近千亿市场，存在着确权难、定价难、监管难等问题，其中点对点，非公开的场外交易的占比仍然相对较高，规范的场内交易占比仅为2%-3%，后续提升空间较大；
 - **数据安全**：当前我国网络安全技术成熟度整体仍相对较低，未有主流技术处于生产成熟期，服务于敏感数据交易流通的加密、脱敏、标记等数据安全和网络安全关键环节长期市场空间有望打开。

2022年三大运营商云业务收入同比均实现翻倍以上增长



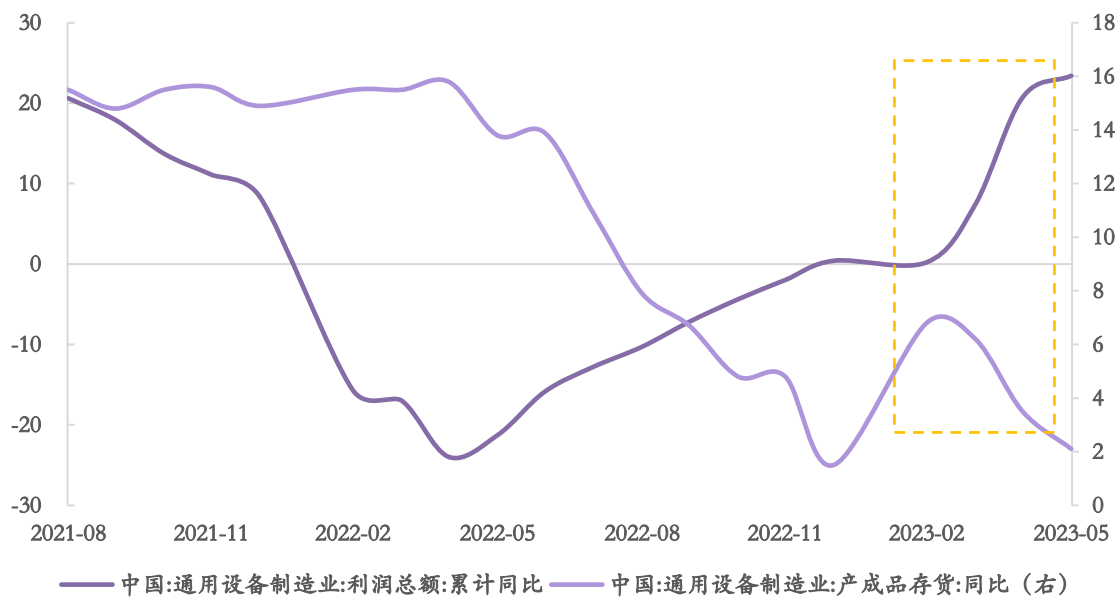
地方数据交易所再次进入密集建设期



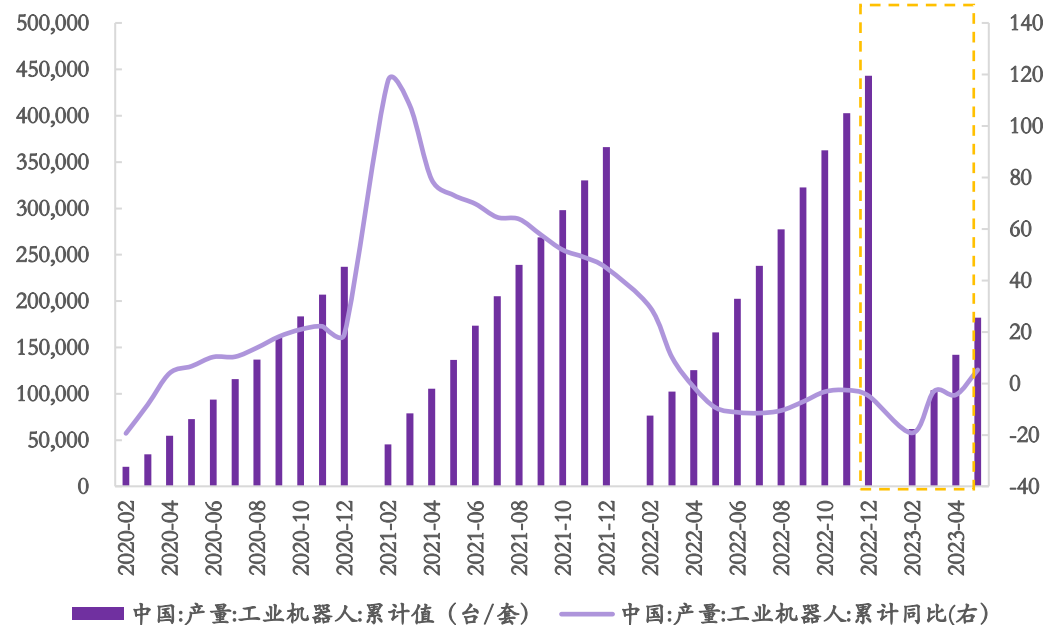
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **通用设备开始补库：**从工业企业利润情况来看，2023年1-5月包括机器人在内的通用设备制造业利润快速修复，5月累计同比增速为23.4%，库存也已处于相对低位，从工业机器人产量来看5月累计增速也已实现转正。
- 以特斯拉 Optimus、波士顿动力 Atlas为代表的人形机器人是AI+在机器人领域应用的重要方向，其中的人工智能模块扮演大脑的角色控制机器人的运动导航以及语义理解，能有效提升机器人的可操控性与推理能力。
- 根据高工机器人产业研究所预计，2026年全球人形机器人在服务机器人中的渗透率有望达到3.5%，市场规模超20亿美元，到2030年，全球市场规模有望突破200亿美元，人形机器人有望成为机器人品类中的重要分支，重点关注机器人环节中价值量较高的减速器、传感器、空心杯电机等方向。

通用设备制造业盈利迅速改善，已进入补库阶段



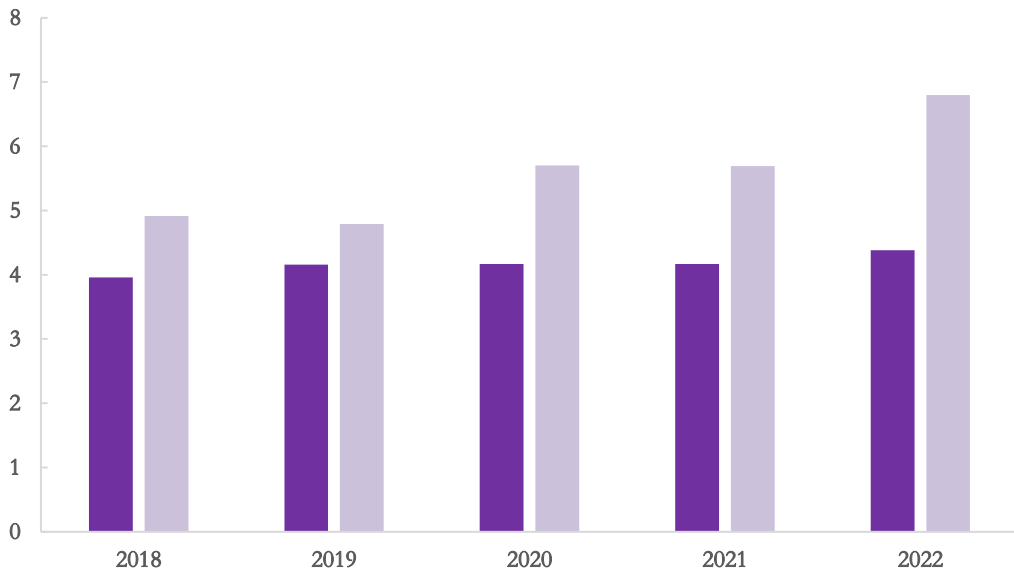
工业机器人产量增速快速回正



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **军工央企研发支出占营收占比显著高于全A**：2022年军工央企研发支出占营收总额占比为6.8%，显著高于万得全A的4.4%，高研发投入叠加公司体制改革有助于提升军工企业经营效益。
- 6月，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，持续推动中央企业提高上市公司质量工作，**从军工行业并购重组情况来看，2022年以来中国船舶、中航电子、中航电测等军工央企相继公布并购重组计划，为资产运营和业务布局增添新活力。**

军工央企研发支出占营收占比显著高于全A整体



■ 万得全A研发支出占营业收入中位数 (%) ■ 军工央企研发支出占营业收入中位数 (%)

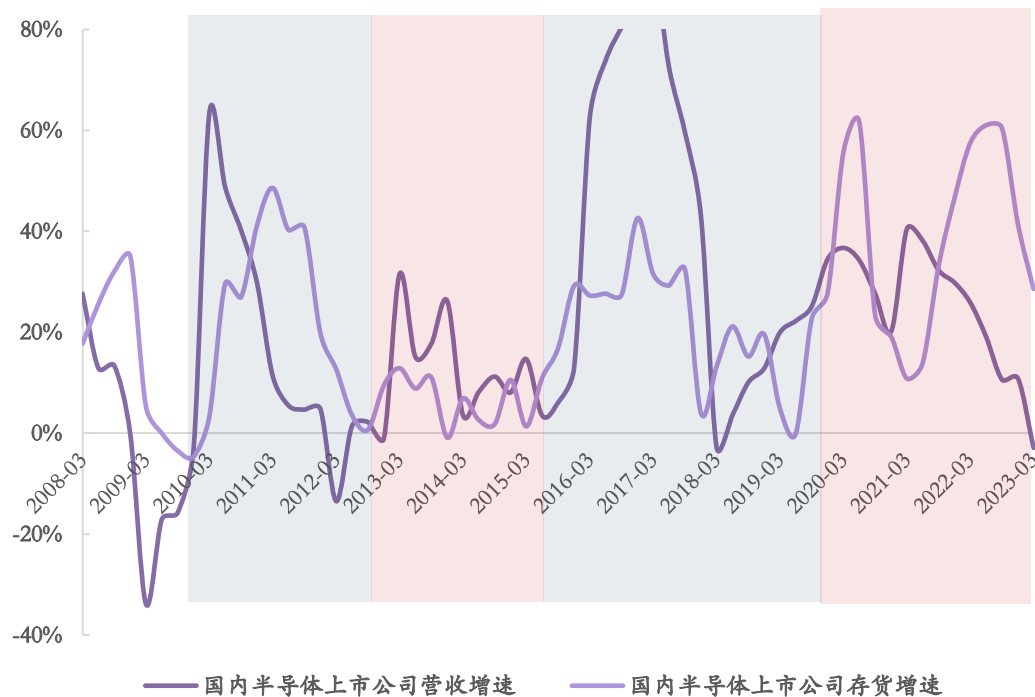
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

2022年以来军工央企并购重组提速

股票代码	股票名称	公司属性	首次披露日期	重组进度	重组事件	首次披露后一个月相较军工指数超额收益 (%)
300114.SZ	中航电测	央企	2023/1/12	董事会预案	中航电测定增收购成飞集团100%股权	251.81
600038.SH	中直股份	央企	2022/12/24	董事会预案	中直股份定增收购昌飞集团100%股权及哈飞集团100%股权	9.92
600372.SH	中航电子	央企	2022/5/27	完成	中航电子换股吸收合并中航机电	-4.70
600072.SH	中船科技	央企	2022/1/13	证监会反馈意见	中船科技定增收购中船海装100%股权,中船风电发展88.58%股权,新疆海为100%股权,洛阳双瑞44.64%股权和凌久电气10%股权	14.68
600150.SH	中国船舶	央企	2022/1/12	完成	中国动力与关联方共同增资中船柴油机获其部分股权	2.38

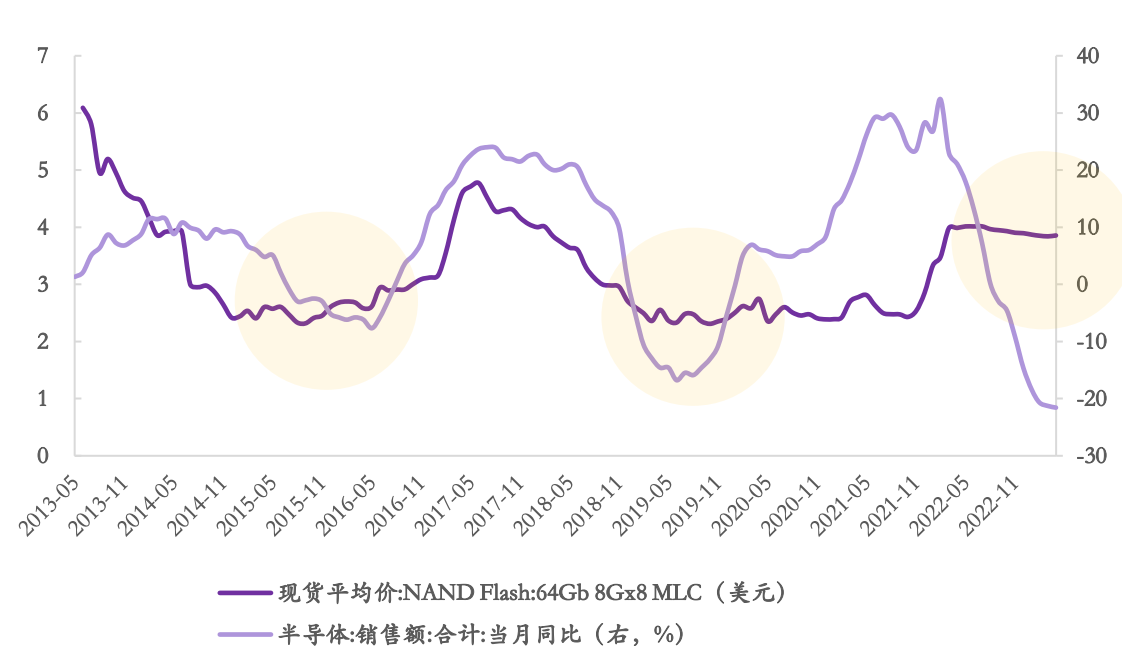
- 2023Q1季报显示半导体上市公司经营进一步承压，但从营收增速来看已接近2018Q1的底部水平，且库存水位大幅去化，**库存反转信号或在2023Q4前后显现。**
- 从以往经验来看存储价格低点略领先于半导体销售低点，当前存储价格跌势有所放缓，**2023H2可提前布局半导体业绩困境反转机会。**

2023Q1 营收增速接近2018Q1 底部水平



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

存储价格低点略领先于半导体销售低点



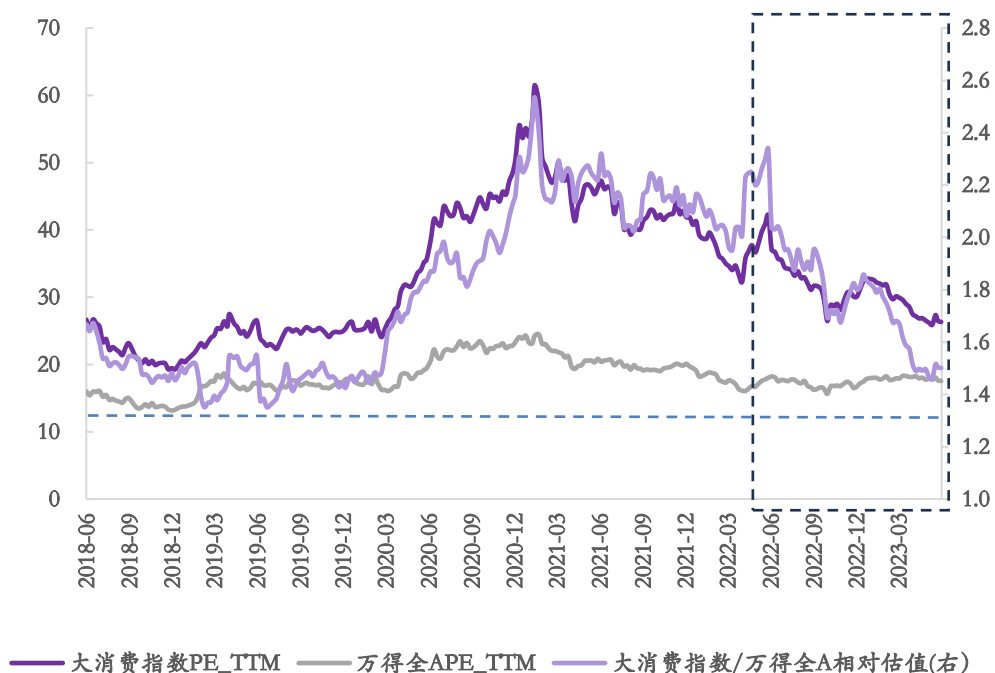
4.2 消费医药：配置机会已现，把握结构机会

研究创造价值

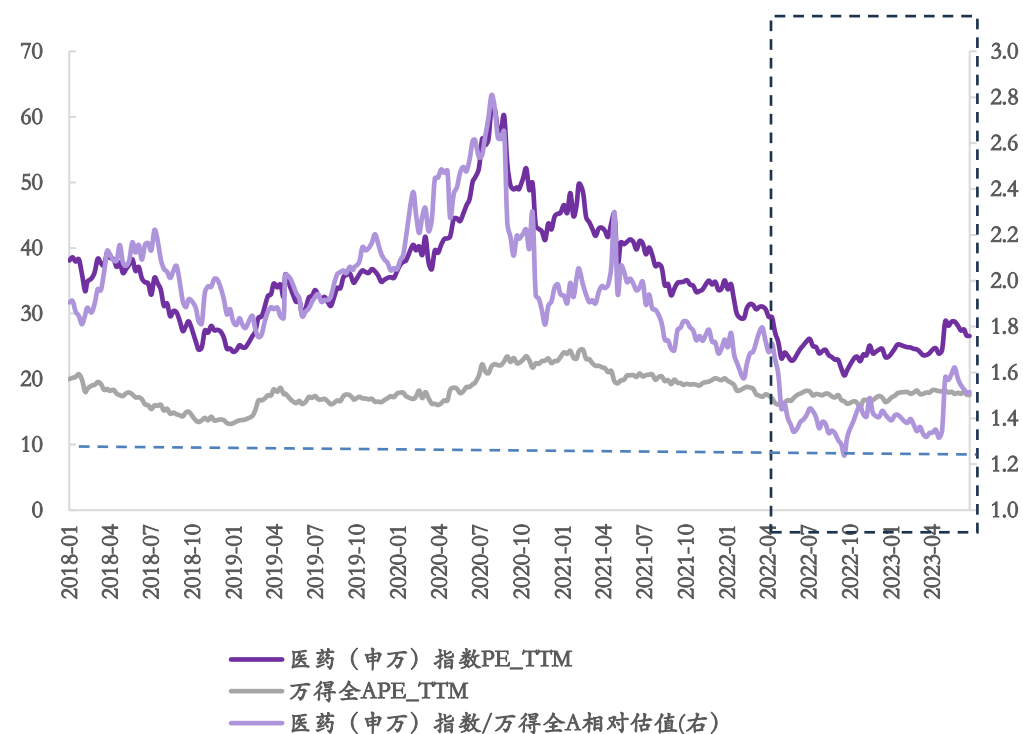
估值：消费/医药处于绝对低位

截至6月28日，消费（万得）指数与医药（申万）指数PE(ttm)分别为26.3/26.6，相较万得全A相对估值分位数处于近五年的26.2%/20.0%分位数，处于绝对低位。

消费与万得全A估值相对走势



医药与万得全A估值相对走势

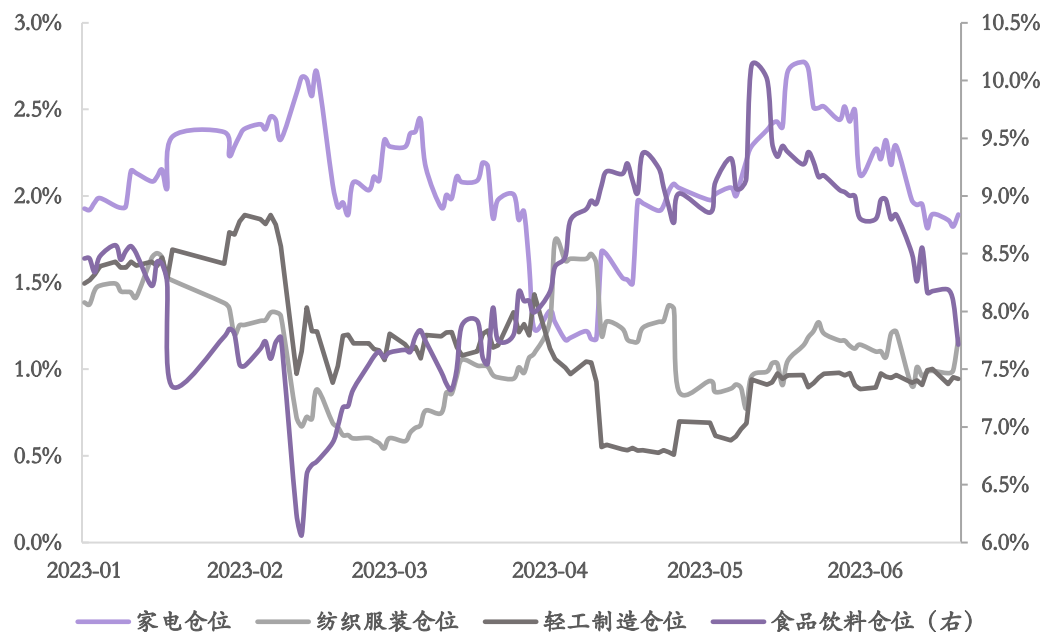


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

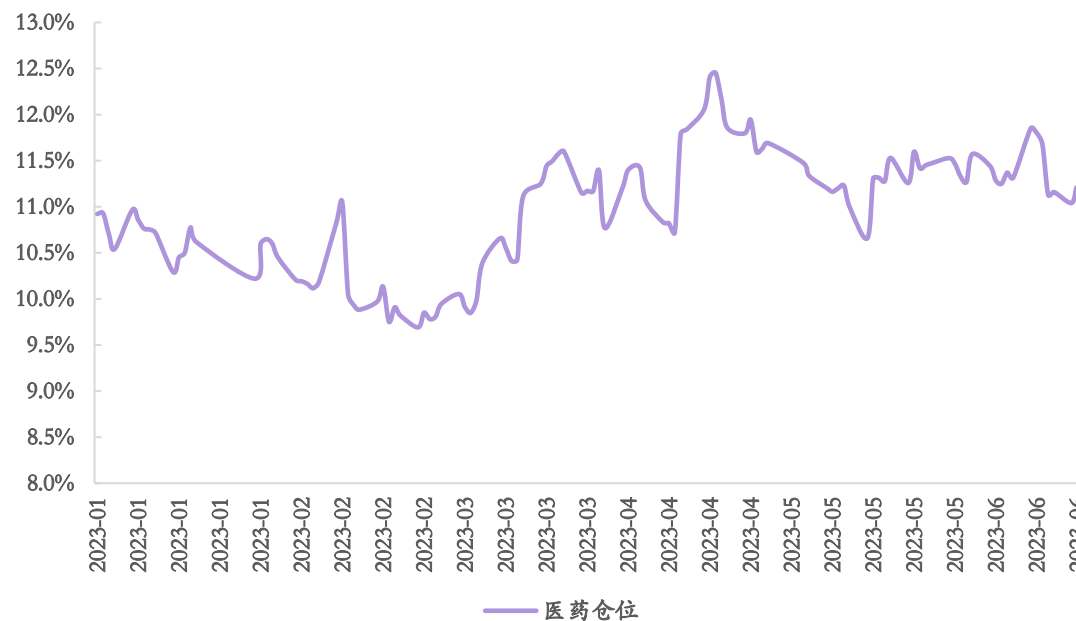
仓位：消费/医药配置处于相对低位

➢ 截至6月21日，家电/纺织/食品饮料/轻工/医药仓位分别为1.89%/1.17%/7.71%/0.94%/10.8%，**相较年初分别下行0.47/0.23/0.78/0.37/0.22pct**，**分别处于近五年来的21.2%/40.8%/29.9%/10.0%/43.9%分位**。

消费相关板块高频仓位处于低位



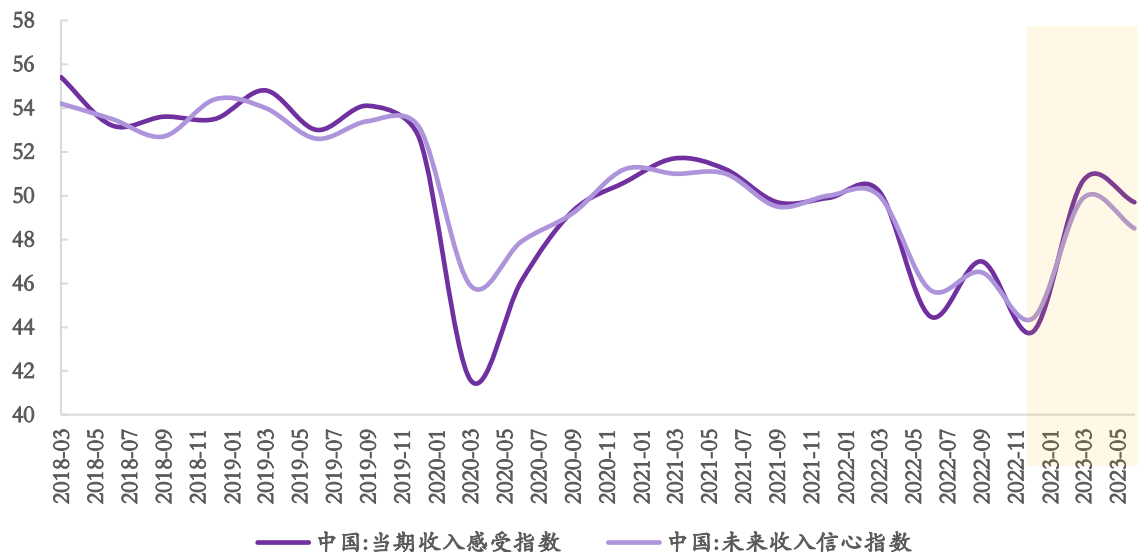
医药高频仓位持续下行



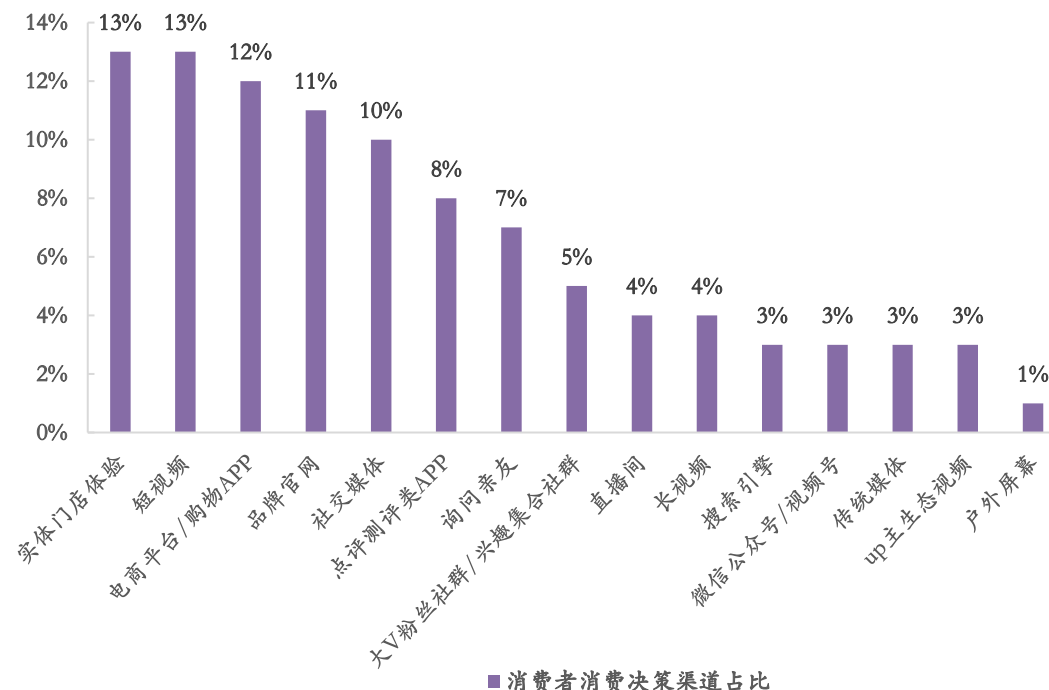
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **收入端：**居民实际收入与未来收入预期的边际趋弱使得平价化消费品成为更为广泛的选择。
- **渠道端：**由于短视频、电商平台、社交媒体已成为消费者重要的消息决策渠道，信息获取的便利性与购买渠道的多样化也为以冲量逻辑为核心的平价类商品提供支撑。

2023Q2收入感受与未来收入信息边际下行



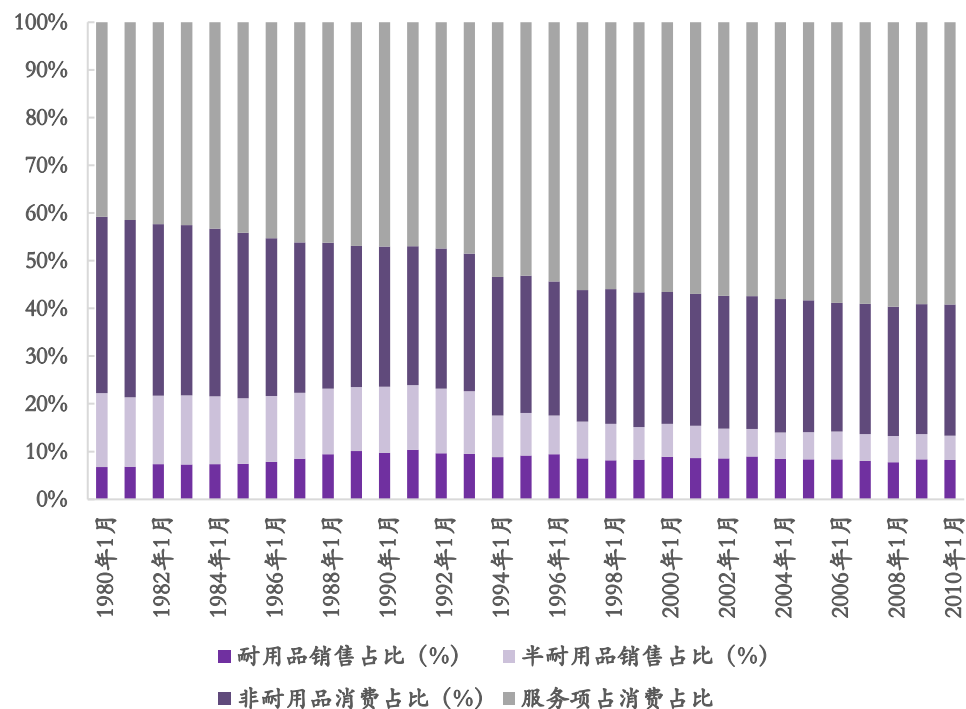
图表：短视频、电商平台、社交媒体已成为重要的消费决策渠道



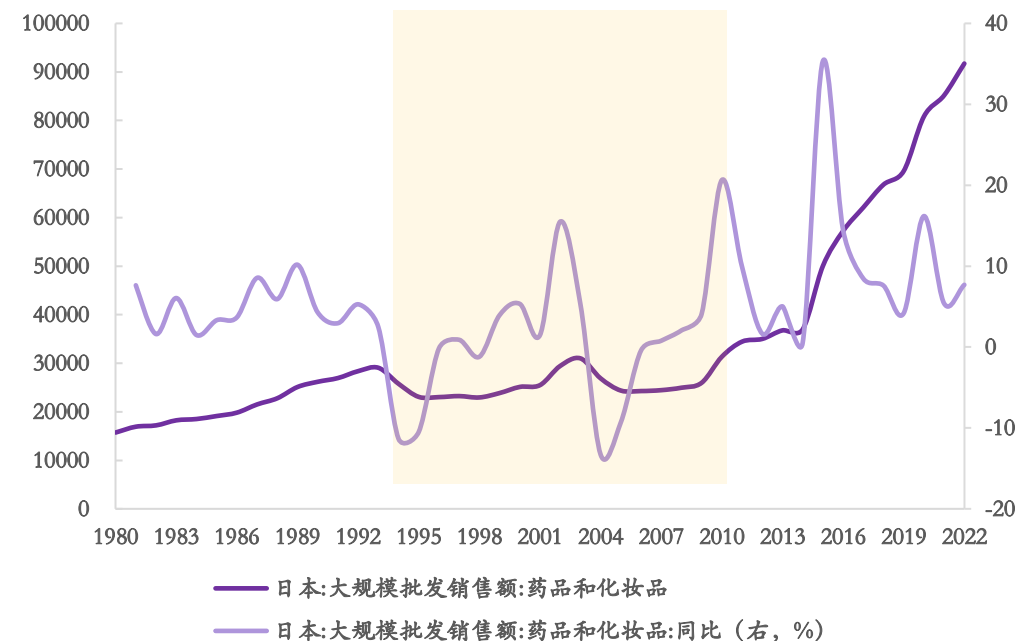
数据来源：Wind，德勤，华鑫证券研究

- 1990s后日本CPI与私人消费增速双双回落，CPI逐步下探至0附近，出现通缩压力，私人消费对GDP的贡献逐渐趋弱，收入端国民可支配总收入与净收入增速双双放缓，收入预期对消费形成明显掣肘。
- 从消费结构上来看，实物消费占比由1990年的53%下行至2000年的43%，在结构上药品和化妆品销售额增速中枢上行。

日本家庭最终消费支出中实物消费占比下行



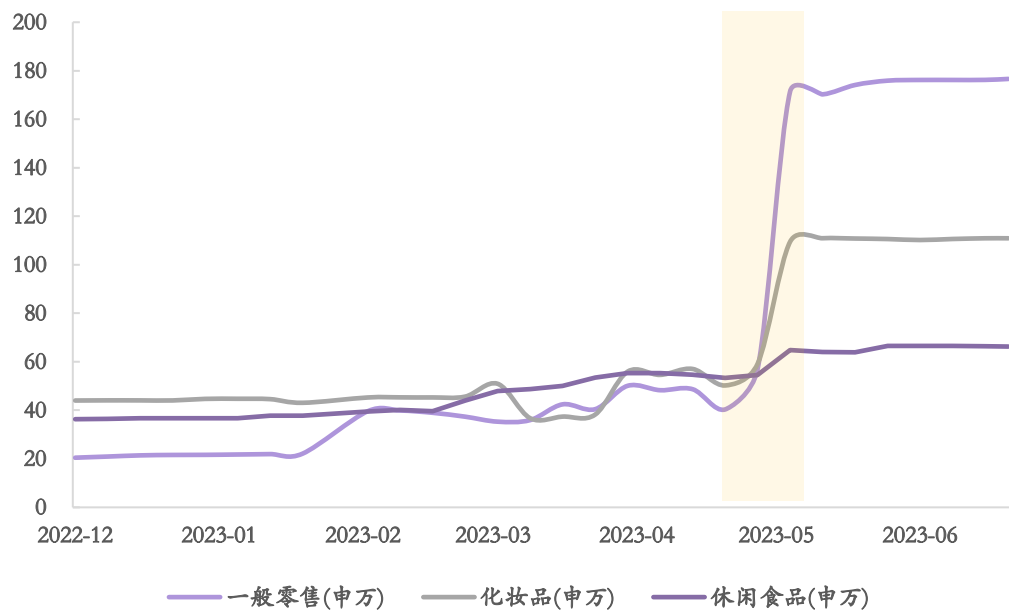
药品和化妆品销售额增速中枢上行



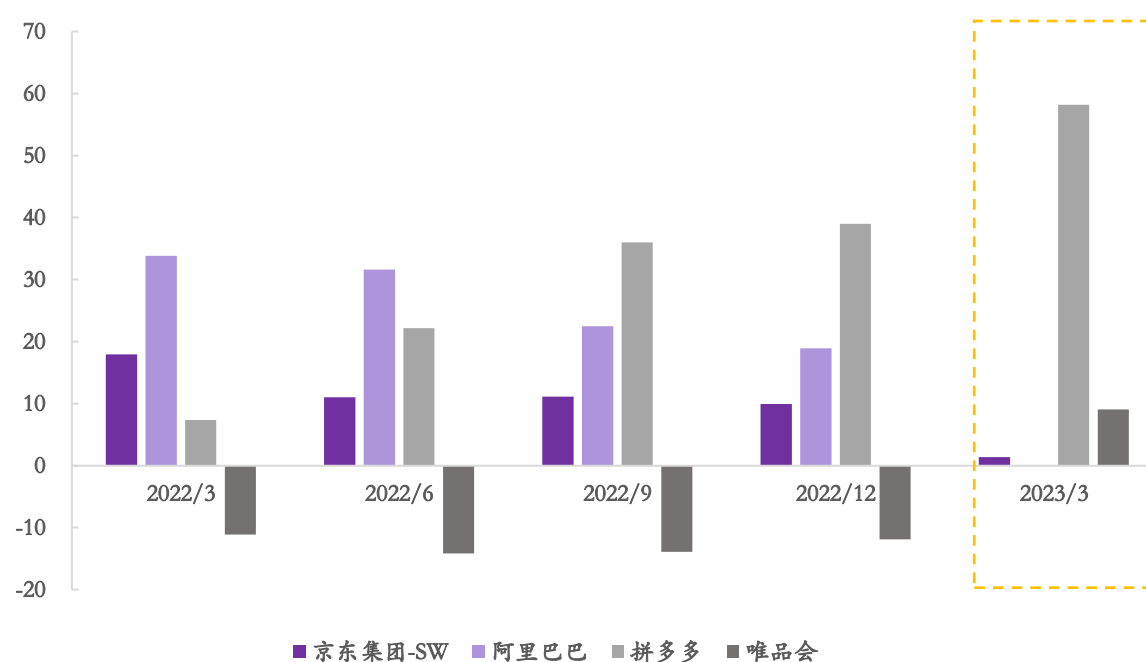
数据来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 2023年一季报公布后，一般零售/化妆品/休闲食品等代表性行业2023年全年盈利增速分别提升156%/67%/30%，且在5月以来预期增速总体稳定；
- 2023Q1低价销售典型企业拼多多与折扣销售典型企业唯品会均相较2022Q4环比提升接近20pct，逆势提升。

A股轻消费方向盈利预期在2023一季报业绩公布后上修明显



电商平台中拼多多/唯品会一季度营收改善明显

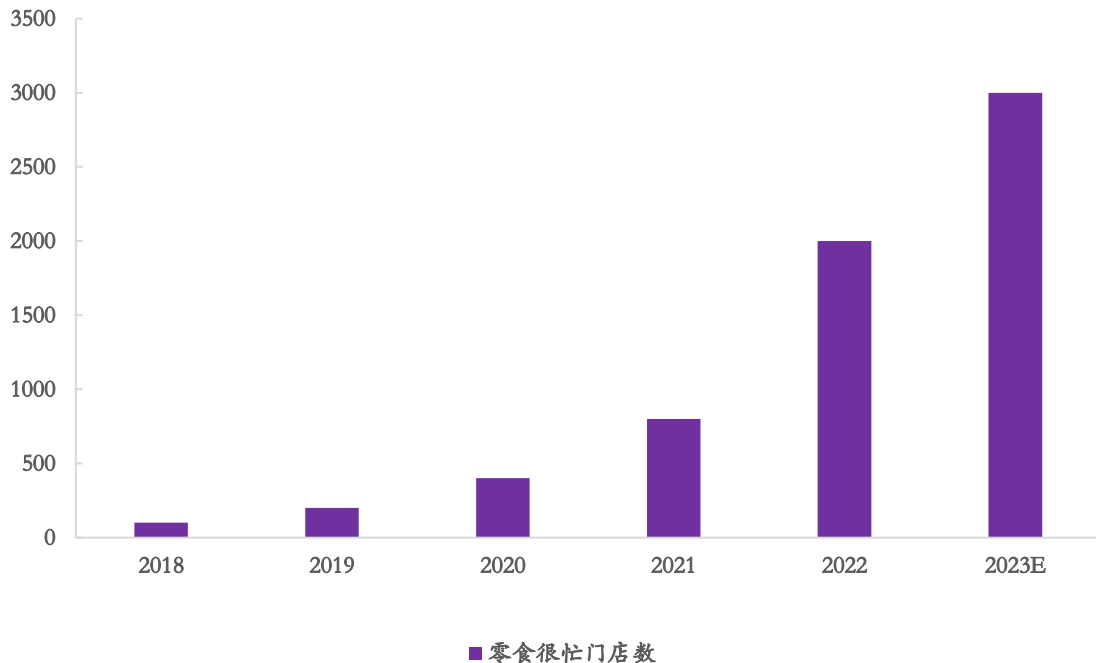


数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

“轻消费”具体方向选择建议关注：

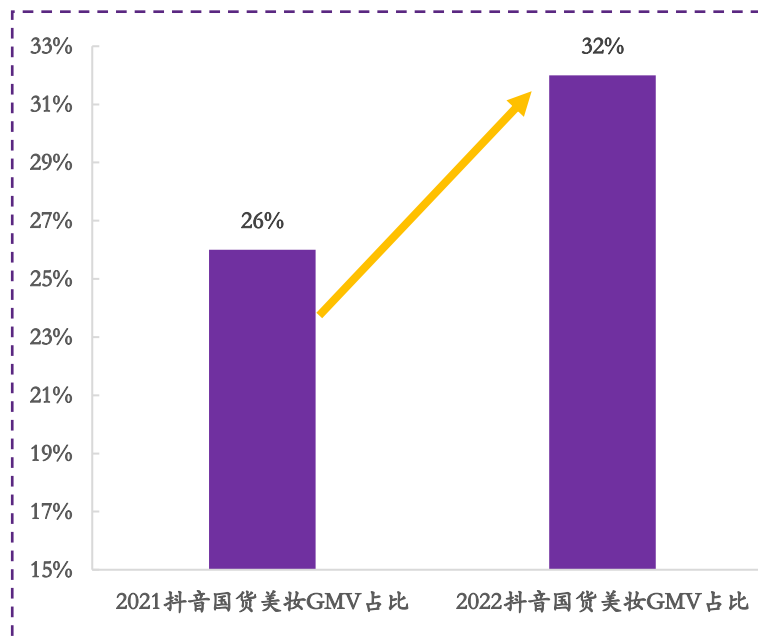
- 折扣兴起，渠道下沉，业绩显著修复的**休闲食品**；
- 对应“颜值经济”，注重差异化定位，定价平民化的**国内新兴彩妆品牌**；
- 外观新颖，产品主要定位本土的**啤酒、新式饮品**等。

零食折扣店开设数量明显增多



抖音渠道美妆国产化趋势明显

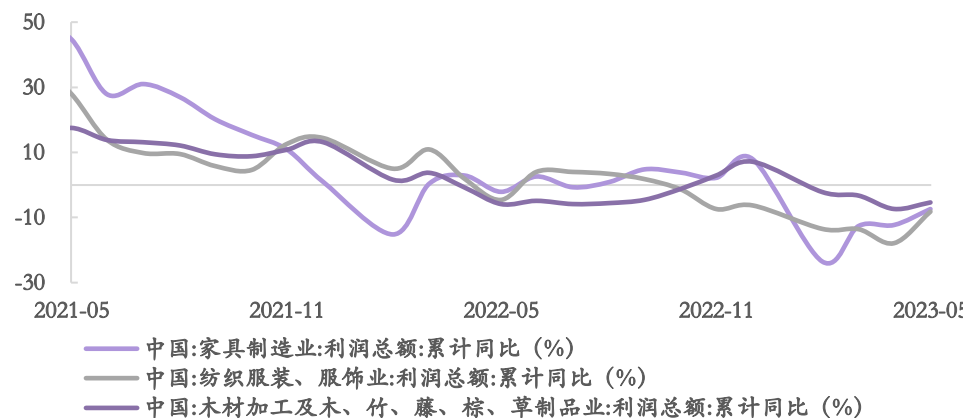
排名	抖音618美妆品牌销售榜top10
1	花西子
2	VC美妆
3	AKF
4	柏瑞美
5	毛戈平
6	卡姿兰
7	圣罗兰
8	彩棠
9	朱莉欧
10	INTO YOU



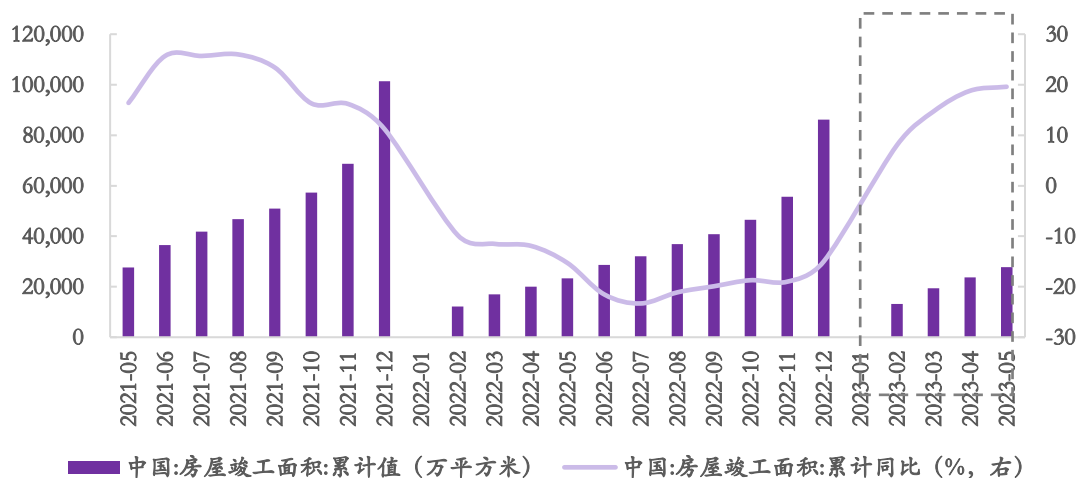
数据来源：零食很忙官网，化妆日报，华鑫证券研究（注：零食很忙门店数为约数）

- **基本面好转**：1-5月地产竣工端累计同比增速19.6%，保持较强韧性，地产后周期相关的家具制造、纺织服装、木材加工等工业企业利润在年内均有明显回暖，**从中观数据来看诸如大家电销售额二季度以来月同比增速均保持在30%以上。**
- **政策支持**：随着《关于促进家居消费的若干措施》，《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》等一系列促消费政策出台，下半年地产竣工链中的家电/轻工/纺织等有望维持高景气。

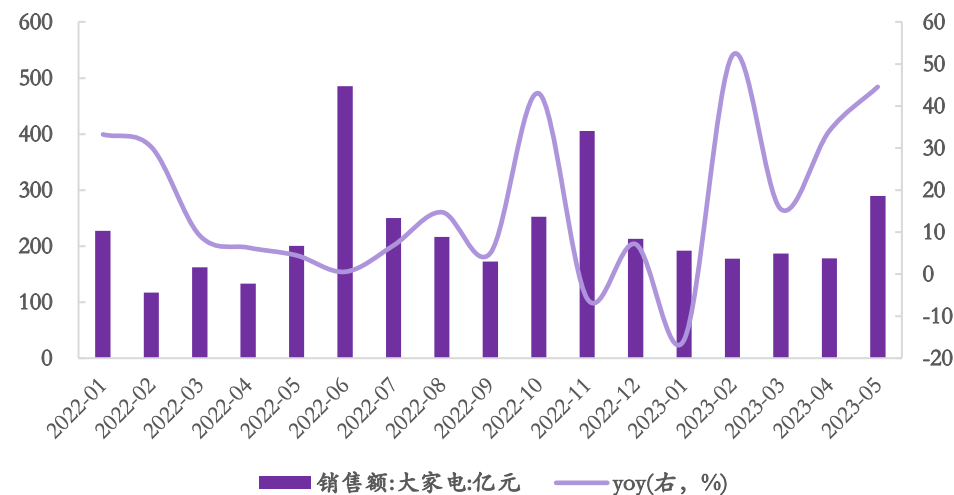
家具制造、纺织服装、木材加工工业企业利润回暖



年初以来地产竣工端保持韧性



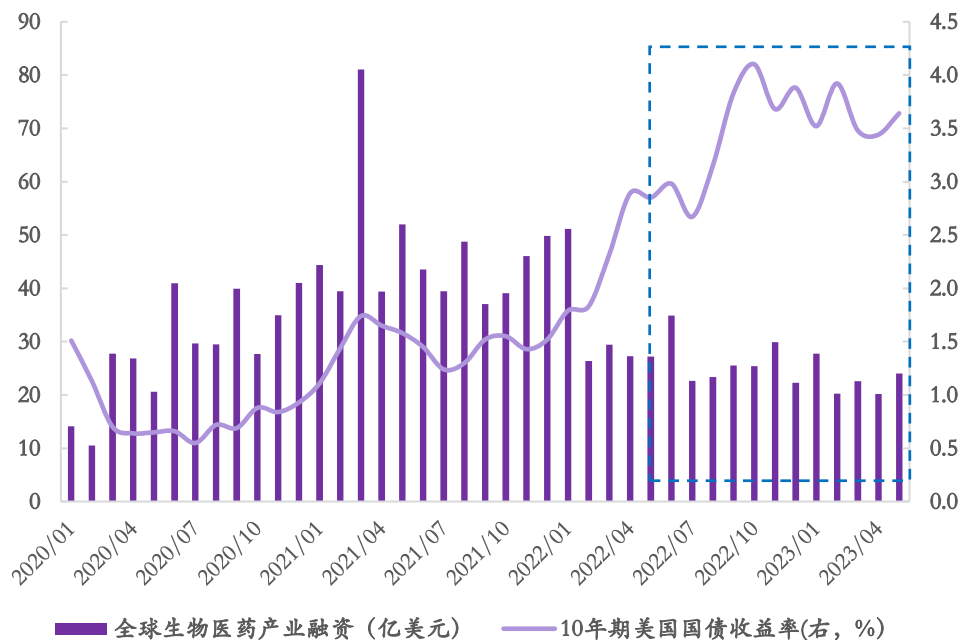
年内大家电销售额保持高增



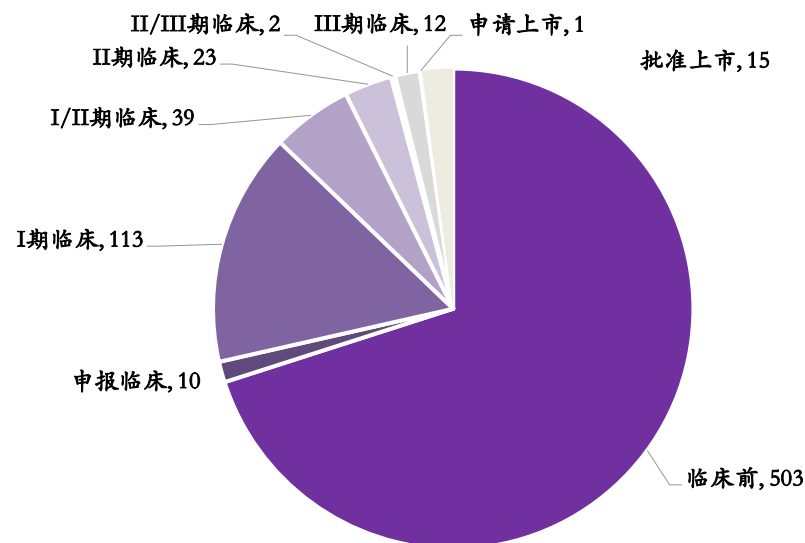
数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **融资拐点渐近：**2022年以来美联较快的加息步伐对全球生物医药融资热度形成了显著压制，全球月度融资均值中枢由2021年的接近47亿美元回落至当前仅23亿美元左右，随着美联储加息进入尾声，2023H2全球/国内医药融资额有望迎来拐点。
- **创新药中重点关注在ADC、双抗、CAR-T等新技术路径上有突破的标的。**技术突破-获批-出海仍是国内创新药企业估值提升的重要支撑，以ADC为例，中国药企及Biotech已成为ADC药物研发的主力军，根据医药魔方统计截至5月2023年内在研项目中超330个（46%）由国内公司研发。

2022年以来较快的加息步伐对医药融资形成一定压制



全球范围内已有ADC药品进入研发后期（截至2023年5月）

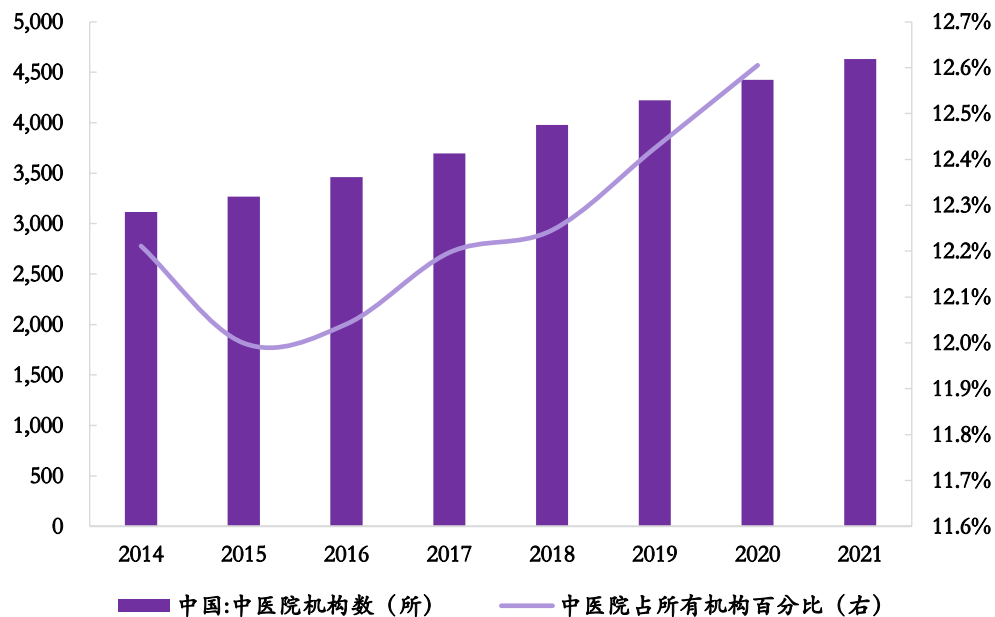


数据来源：动脉网，医药魔方，华鑫证券研究

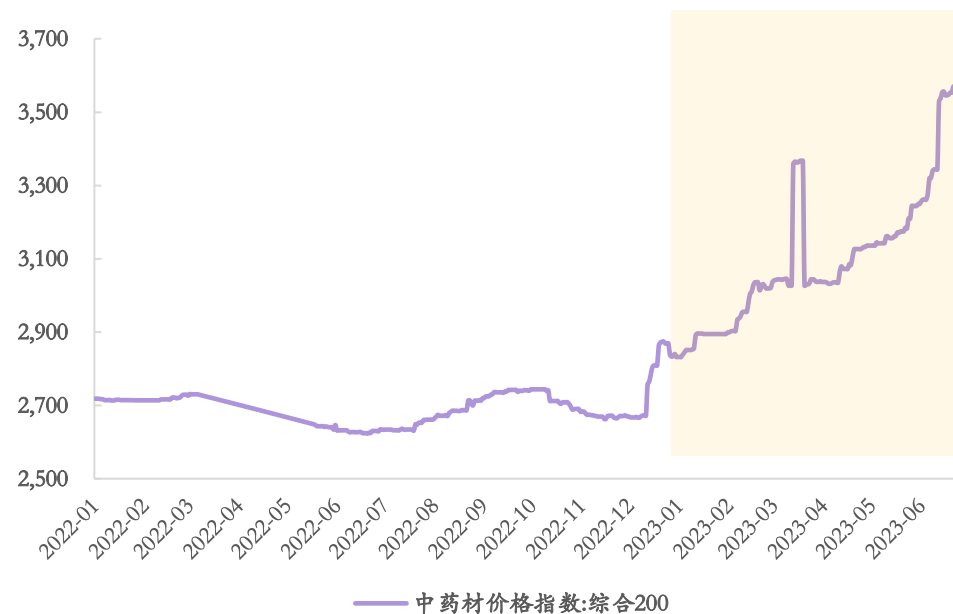
中药：政策支持需求增加，迎来量价齐升

- 振兴中医药政策不断加码，加上中药饮片、中药配方颗粒等中药产品革新使得中药服用更为便捷，消费属性得到进一步增强，中药行业有望迎来量价齐升的新周期起点：
- 量端：新版中药基药目录调整后审批加速，基药扩容将有助于中药产品矩阵进一步丰富，同时中医院机构数量与占比近几年也呈现趋势性提升，结合营销渠道的拓宽重要新产品收入贡献可期；
- 价端：中药材价格持续上行，中药材价格指数年内涨幅接近26%，反映出需求端的有力支撑。

中医院开设占比逐年提高



中药材价格自2023年以来显著上行



数据来源：wind资讯，华鑫证券研究

- 1、国内政策力度不及预期
- 2、海外货币政策突发转向
- 3、新兴产业发展不及预期

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值