

宏观点评 20231229

2023年12月29日

4个关键词中的2023：“等”来的政策和行情

■ **不得不说，2020年疫情之后，每一年都有史上少见的意外和惊喜，2023年也不例外。**美国经济经受住了银行危机、没有众望所归地衰退，日本进一步确认走出了失落的30年，美债在熊了10个月，在今天的最后两个月绝地反击、全年收涨。林林总总，我们把2023年份的“魔幻”总结成四个关键词——“意外”、“3月”、“AI”和“等政策”。

■ **第一个关键词：“意外”。**每年经济和市场都会出现一些“意外”，但如2023年这般中美日欧基本面都出现不小偏差的情况并不多见：我们看到了银行危机后美国经济的“韧性”，见证了“失落”了30多年后日本经济的“弹性”，当然也目睹了俄乌冲突的缓和并不能改变欧洲经济偏弱的“粘性”，而对于中国而言，经济数据整体并不差，**但是我们可能低估了债务去化周期中通胀疲软的重要性。**

而从主要市场预期和资产节奏来看，四大经济体中最贴合经济预期节奏的市场是**欧元区**：前三季度预期和股市一齐逐步下滑，第四季度反弹。**中国股市的表现和经济基本面是不相符的，尤其是第四季度。**

在基本面边际改善的情况下，股市出现年内单季最大调整幅度，而政策可能是重要的影响因子之一，**而2024年，宏观政策取向的一致性将是破局的重要因素。**

■ **第二个关键词：3月。**回顾2020年以来的经验，一年中可能最容易发生意外的时间窗口就是3月，也往往会导致某些重要资产出现拐点：

2020年3月，疫情开始在全球扩散，市场紊乱，**美股触底、原油暴跌；**

2021年3月，美联储 mini taper tantrum + 拜登政府加大财政支出，**美债收益率出现年内高点，黄金出现年内低点；**

2022年3月，俄乌冲突持续发酵，**黄金和原油触及年内高点**，其中油价当时的水平，至今难以企及；

2023年3月，美国爆发以SVB硅谷银行倒闭为代表的中小银行危机。市场的恐慌和对经济的担忧逼出了**10年美债收益率（3.25%）和原油（布油70美元/桶）的年内低点。**

不过美联储的快速响应，**通过阶段性扩表、释放流动性转危为机**，尽管涉事破产的银行资产规模超过了2008年金融危机时期，但是破产银行的数量被限制在很小的范围内。**3月成为重要的分水岭，随之而来的是在风险情绪修复、流动性扩张下，风险资产的显著反弹，股票、商品先后反弹，债券则普遍下跌。**直到10月美债收益率见顶、美联储转向后，全球市场才进入股债齐涨的宽松交易。

■ **第三个关键词：AI。**经过了3月银行危机的小插曲后，今年什么资产表现最好？**无疑是受益于流动性宽松（预期），且具备一定安全属性或独立逻辑的资产**，比如比特币、以太坊为代表的数字货币，**比如大型的科技公司**。而因为今年整体经济和市场的风险可控，黄金的涨幅反而并不突出。

其中最受瞩目的无疑是以**英伟达为代表的AI科技股票**，为今年上半年纳斯达克创下1983年以来最好半年表现立下汗马功劳。截至12月29日，英伟达2023年累计涨幅约240%。

有什么股票今年比英伟达表现得更好吗？我们对主要市场的股票进行筛选，**发现市值超过50亿美元、2023年涨幅超过英伟达的股票有17支**，其中从国别和行业来看，美国和信息技术行业明显领先，除此之外医药行业也有潜力。中国入选的是**中际旭创（光模块）和新诺威（功能饮料、保健品添加）**。略显例外的是印度，表现出色的股票集中在专业金融服务和工业制造等传统行业。

证券分析师 陶川
执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
证券分析师 邵翔
执业证书：S0600523010001
shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《四季度央行例会如何为年初货币政策定调？》

2023-12-29

《中国式“再通胀”：靠什么？怎么干？》

2023-12-27

AI 涨了这么多，该不该担心泡沫？从历史对比上看，本轮 AI 主题上涨的幅度不小，不过考虑到明年大模型等技术的继续更新、龙头企业业绩继续兑现以及转向宽松的货币政策环境，期待依旧可以更多一些。

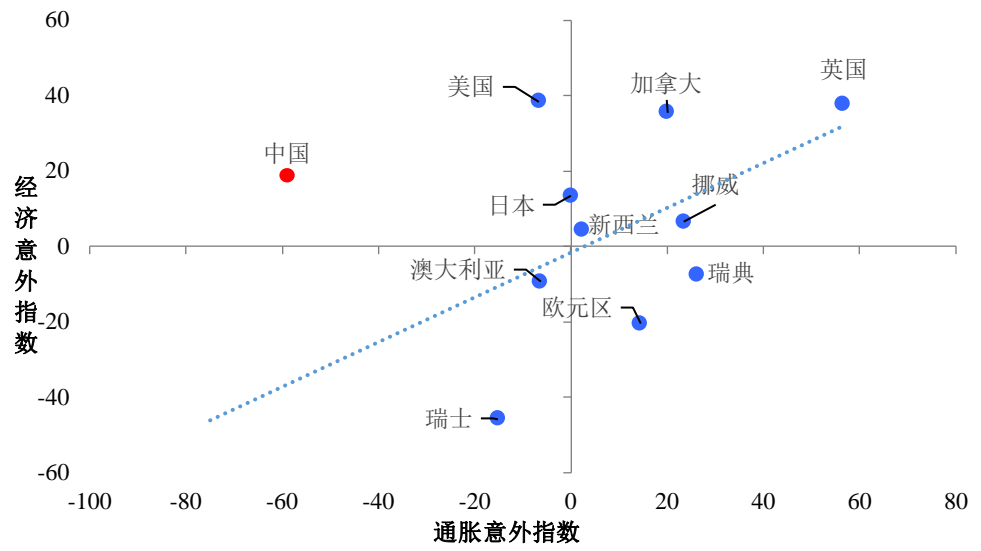
- **第四个关键词：“等政策”。**2023 年“等政策”是全球市场绕不过去的话题，全球市场在等美联储“回心转意”，中国市场在等政策发力。而在等的过程中，难免会有“抢跑”，会有反复，其中预期是关键。我们以美债和沪深 300 为例：

3 月中小银行危机是美债多头预期的“峰值”——危机、衰退、政策转向多种预期叠加，然而后续美国经济的韧性和美联储的“固执”使得 10 年美债收益率站上 5%、创下 2007 年以来的高位。直到第四季度美联储最终选择和 市场站在一起，美债国债两个月内扭转今年颓势，全年竟然收正。

对应到国内，市场预期的高点应该在 7 月 24 日政治局会议（不提“房住不炒”）前后。不过此后政策发力的节奏偏谨慎，市场反弹的力度和持续的时间均较为有限（一般不超过两周）。对于国内市场来说，2024 年我们可能也需要一个“美联储时刻”，宏观政策能够公开表明它一致的取向性——坚定地支持经济和市场。

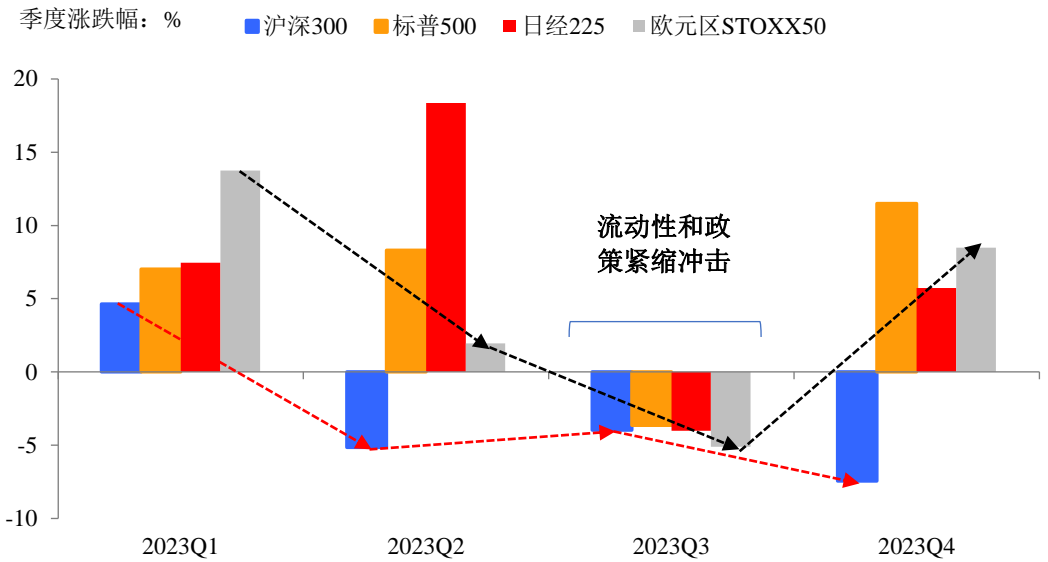
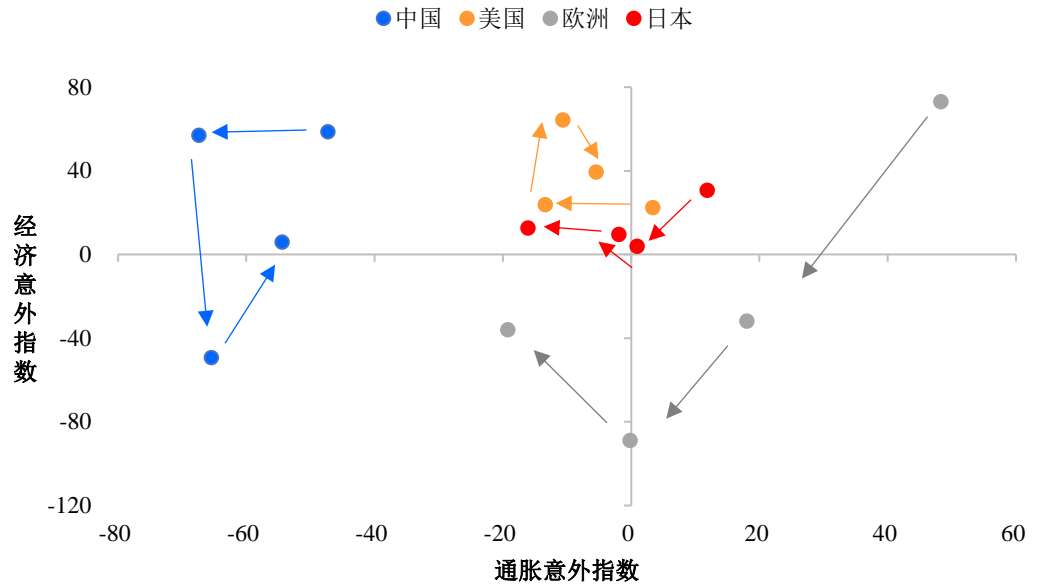
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 与通胀相比, 中国整体经济数据表现不差



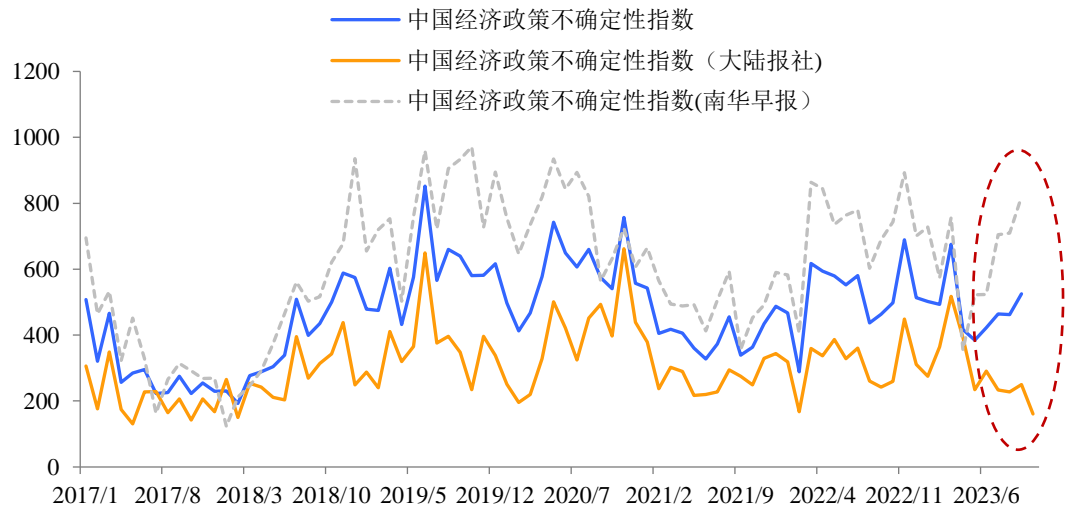
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 从经济和通胀的预期和事实看主要经济和市场的变化



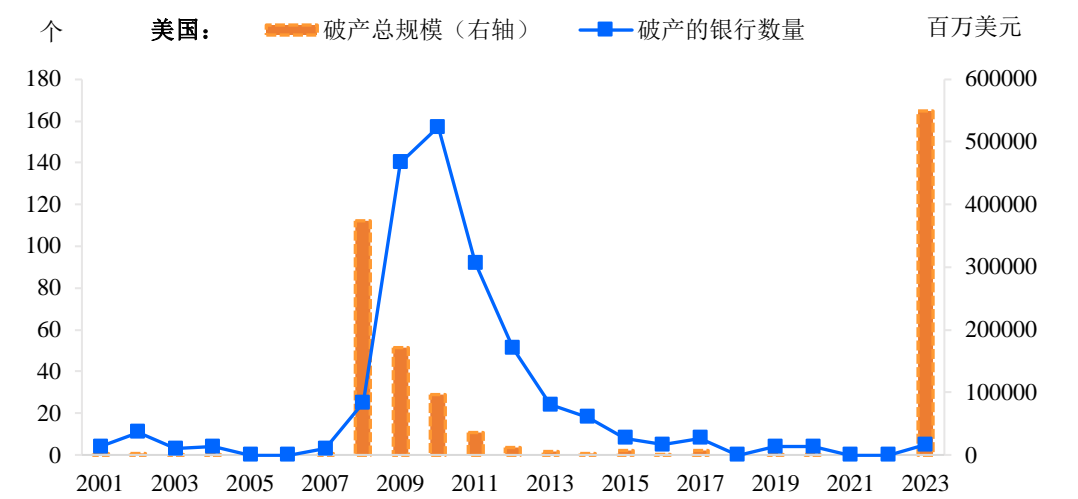
注：上述数据截至2023年12月27日。
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 政策可能是今年市场重要的影响因素, 也是明年的破局因素



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图4: 2023 年的银行危机被美联储的快速响应局限在有限的范围内



数据来源: FDIC, 东吴证券研究所

图5：2023 年全球大类资产表现：3 月是重要分水岭



数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图6: 近几年大类资产表现

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023** |
|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| 比特币 92.4% | 比特币 301.8% | 比特币 58.4% | 大宗商品 13.8% | 比特币 163.0% |
| 纳斯达克 35.2% | FAAMNG 75.3% | 标普500 26.9% | 巴西IBOVESPA 4.7% | FAAMNG 66.2% |
| 巴西IBOVESPA 31.6% | 纳斯达克 43.6% | 法国CAC40 28.9% | 黄金 -0.3% | 纳斯达克 43.3% |
| 标普500 28.9% | 韩国KOSPI 34.0% | REITS 38.8% | 英镑 -2.71% | 日经225 28.5% |
| 德国DAX 26.7% | 黄金 25.1% | 大宗商品 27.1% | 现金 -3.6% | 标普500 24.6% |
| 法国CAC40 26.4% | 标普500 16.3% | MSCI发达市场 22.5% | 法国CAC40 -7.8% | 巴西IBOVESPA 22.3% |
| MSCI发达市场 24.9% | 新兴市场股票 15.7% | Stoxx欧洲600 22.3% | 日经225 -10.7% | MSCI发达市场 19.7% |
| FAAMNG 23.7% | 日经225 15.2% | 纳斯达克 21.4% | 德国DAX -11.4% | 德国DAX 19.9% |
| Stoxx欧洲600 23.2% | MSCI发达市场 11.67% | 德国DAX 16.8% | 高收益债券 -12.7% | 韩国KOSPI 18.7% |
| REITS 20.9% | 投资级债券 9.2% | MSCI EAFE* 7.8% | Stoxx欧洲600 -12.9% | 法国CAC40 16.4% |
| 黄金 18.3% | 美国国债 7.5% | 日经225 6.8% | 美国国债 -13.0% | MSCI EAFE* 13.7% |
| MSCI EAFE* 18.1% | 高收益债券 7.0% | FAAMNG 6.7% | 投资级债券 -16.2% | 高收益债券 13.5% |
| 日经225 15.9% | MSCI EAFE* 5.1% | 韩国KOSPI 4.0% | MSCI EAFE* -16.6% | Stoxx欧洲600 12.5% |
| 新兴市场股票 15.4% | 德国DAX 3.6% | 高收益债券 1.0% | MSCI发达市场 -17.3% | 黄金 12.3% |
| 高收益债券 12.6% | 现金 3.0% | 现金 0.0% | 标普500 -19.4% | REITS 8.2% |
| 美国国债 8.7% | 巴西IBOVESPA 2.92% | 美国国债 -1.5% | 新兴市场股票 -22.4% | 英镑 8.1% |
| 投资级债券 6.8% | 英镑 -2.5% | 英镑 -3.5% | 韩国KOSPI -23.3% | 投资级债券 5.2% |
| 韩国KOSPI 6.6% | 大宗商品 -3.5% | 黄金 -3.7% | REITS -27.3% | 美国国债 5.1% |
| 英镑 5.4% | Stoxx欧洲600 -4.0% | 新兴市场股票 -4.6% | 纳斯达克 -33.1% | 新兴市场股票 4.4% |
| 大宗商品 5.4% | 法国CAC40 -7.1% | 投资级债券 -4.7% | 比特币 -65.0% | 现金 3.3% |
| 现金 3.7% | REITS -11.1% | 巴西IBOVESPA -11.9% | FAAMNG -86.3% | 大宗商品 -11.9% |

注: *MSCI EAFE 是除美国及加拿大外的其他发达国家股市;

**2023 年为年迄今收益率 (日期截至 2023 年 12 月 29 日)

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

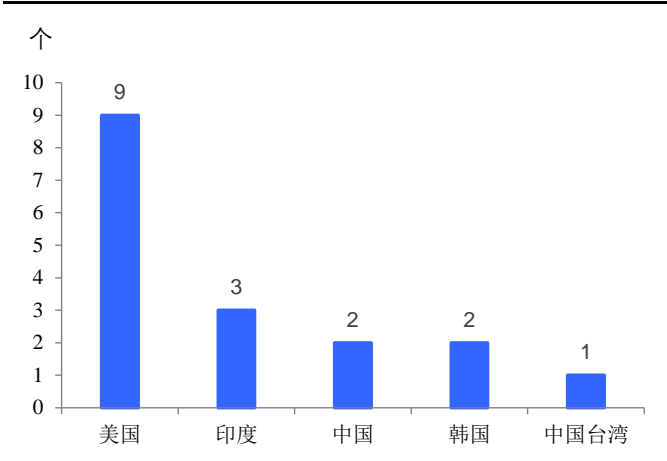
图7: 主要市场 2023 年收益率高于英伟达的股票 (市值大于 50 亿美元)

| | 公司 | 2023 年收益率 (%) | 国家 | 行业 (GICS) | 主营业务 |
|----|---------------------------|---------------|------|-----------|------------------|
| 1 | POSCO ICT | 1087.20 | 韩国 | 信息技术 | 数字化转型和信息技术服务 |
| 2 | CARVANA CO | 1047.47 | 美国 | 可选消费 | 网络二手车销售和金融服务 |
| 3 | ECOPRO CO LTD | 528.26 | 韩国 | 材料 | 电池材料和组件 |
| 4 | IMMUNOGEN INC | 498.99 | 美国 | 医疗保健 | 抗体药物偶联物的癌症治疗 |
| 5 | BRIDGEBIO PHARMA INC | 448.69 | 美国 | 医疗保健 | 遗传病治疗的开发 |
| 6 | AFFIRM HOLDINGS INC | 431.44 | 美国 | 金融 | 购物支付解决方案和服务 |
| 7 | MICROSTRATEGY INC-CL A | 371.77 | 美国 | 信息技术 | 企业智能、移动软件、云服务 |
| 8 | SYMBOTIC INC | 345.56 | 美国 | 工业 | 仓库自动化和机器人解决方案 |
| 9 | TWILIO INC | 331.41 | 美国 | 信息技术 | 云通信平台即服务 |
| 10 | 世芯电子 | 315.92 | 中国台湾 | 信息技术 | 高性能 ASIC 设计和制造服务 |
| 11 | 新诺威 | 308.46 | 中国 | 医疗保健 | 功能饮料、保健品添加原料 |
| 12 | 中际旭创 | 304.04 | 中国 | 信息技术 | 光通信产品制造 |
| 13 | APPLOVIN | 287.08 | 美国 | 信息技术 | 手机游戏的获客、变现以及发行业务 |
| 14 | REC LTD | 280.70 | 印度 | 金融 | 电力项目的融资和推广 |
| 15 | POWER FINANCE CORPORATION | 262.18 | 印度 | 金融 | 电力部门的金融服务 |
| 16 | SUZLON ENERGY LTD | 259.91 | 印度 | 工业 | 风力涡轮机制造和服务 |
| 17 | 美国超微电脑 | 254.99 | 美国 | 信息技术 | 服务器技术和绿色计算解决方案 |
| 18 | 英伟达 | 239.02 | 美国 | 信息技术 | 图形处理器、芯片组和相关软件 |

注: 以上数据截至 2023 年 12 月 29 日

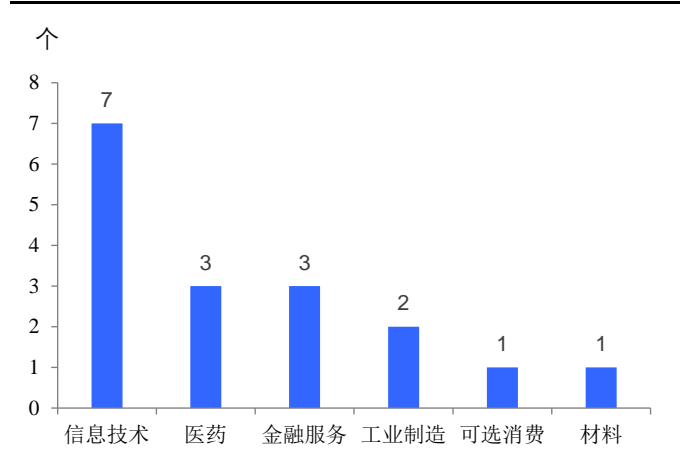
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 表现超过英伟达的股票国别分布



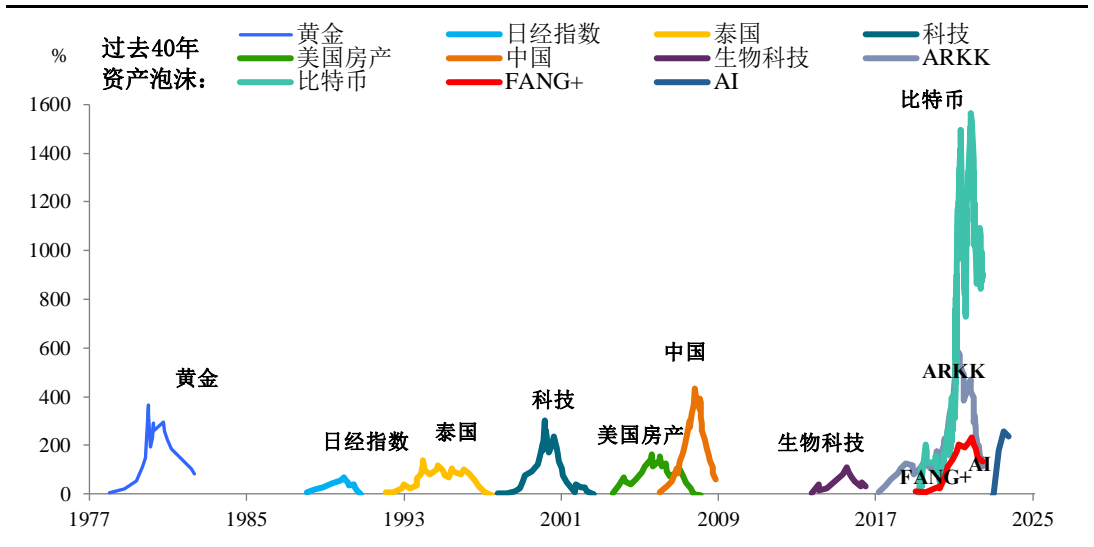
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 表现超过英伟达的股票行业分布



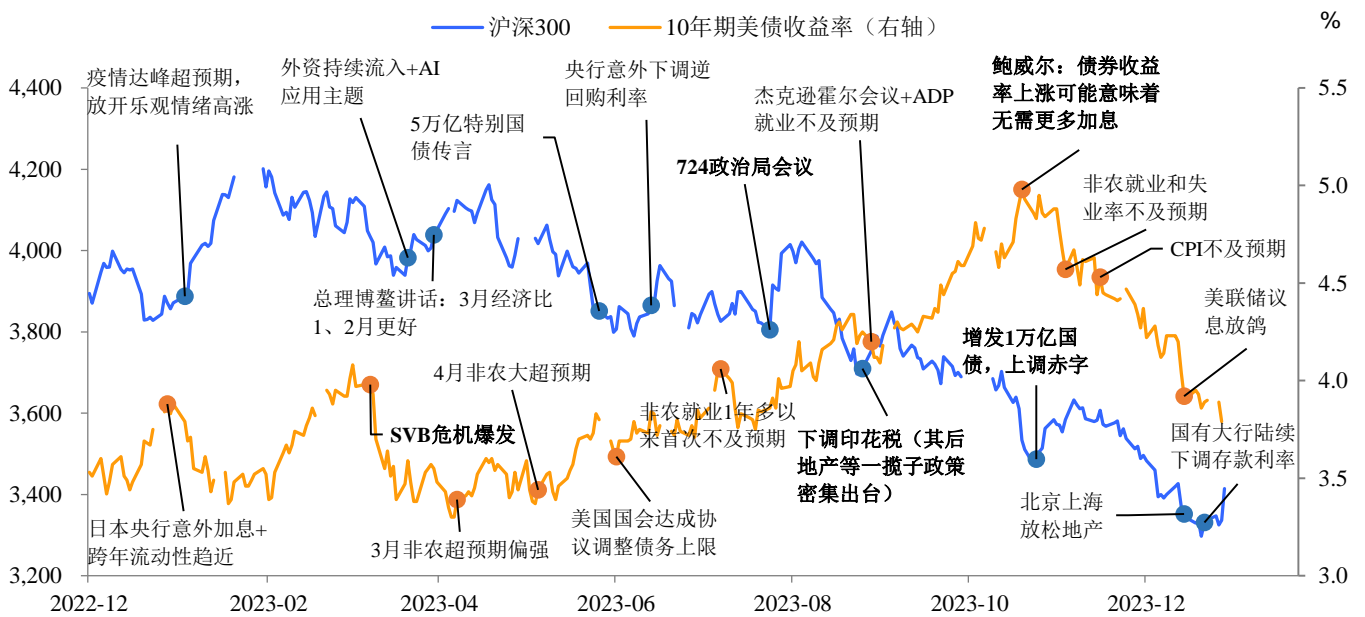
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: AI 引领本轮资产上涨 VS 此前的主要资产泡沫



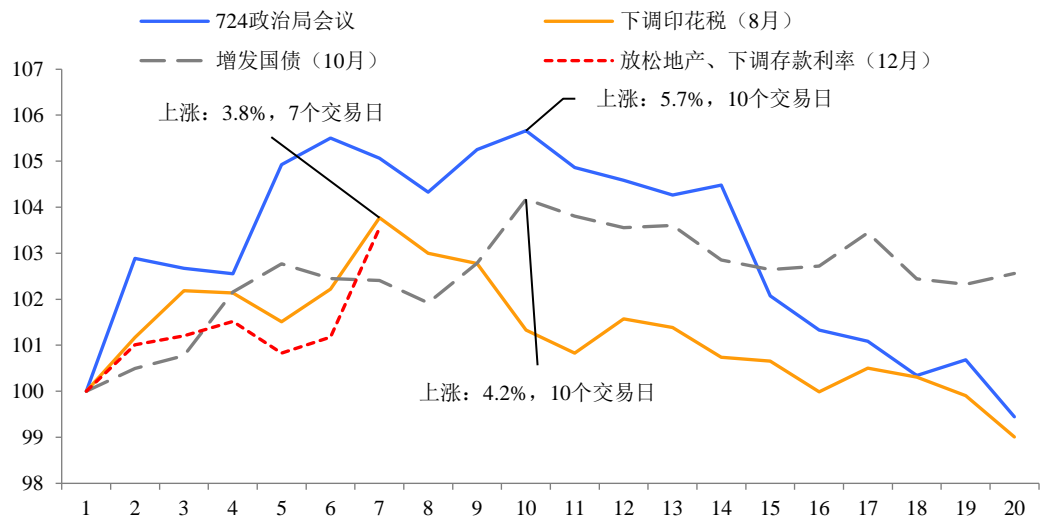
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023年两个受政策影响的典型资产: 沪深300和10年美债收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 下半年以来几次典型的政策驱动行情



注: 起点为阶段性政策密集出台的起点, 纵轴为自政策出台之后的交易日计数。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>