证券研究报告

2022 年 12 月 28 日

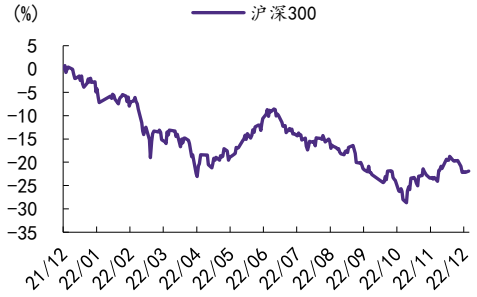
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

东升西落，否极泰来

—2023 年宏观策略展望

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
分析师：周灏 S1050522090001
zhouhao@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《中央经济工作会议的八大看点和四大主线》2022-12-18
2、《新一轮扩内需的政策抓手和 A 股机会》2022-12-11
3、《寻找海内外疫后经济修复和行业轮动的规律》2022-12-04

投资要点

海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化

通胀：拆解食品、能源、住宅和服务四大分项，2023 年二季度后美国通胀加速回落，CPI 下行至 3%-4%；

衰退：美国经济虽有减速，但更多可归因于经济动能转换，衰退时点预计出现在 2023 年二季度，且结合杠杆率、高收益企业债等指标判断，大概率是浅衰退；

加息：美联储加息节奏放缓，2023 年加息进程最快于 3 月份结束加息，但转向还需等待。偏鹰的 FOMC 票委不支持过早降息，加息到顶点之后会有高利率的悬挂。

国内宏观：从再探底到弱复苏，内部支撑强化

政策：2023 年可期待的稳增长政策组合拳是优防疫、松货币、宽财政、扩内需、重改革；

经济：稳增长重回首位，弱复苏重启在即。全年呈 N 型走势，预计 GDP 目标在 5%或以上，具体表现为稳出口、促消费、稳地产、扩基建、扩制造；

通胀： 通胀温和可控，CPI 和 PPI 走势背离。CPI 前高后低，预计全年增速在 2%左右；PPI 前低后高，预计增速在 0 值附近；

流动性：总量宽松还有空间，结构性宽信用重点发力，预计 2023 年流动性中性偏松，市场利率低位波动，或有小幅抬升，取决于经济修复力度。

A 股大势：从 W 型底到修复市，去否极迎泰来

经济周期与资产配置：经济上东升西落，美欧衰退，中国复苏；资产上否极泰来，美债回归，A 股反转。由于宽信用对估值抬升贡献有限，且经济弱复苏，业绩难有快速上行，2023 年 A 股更多是震荡向上的修复行情；

DDM 三因子拆解：ERP 凸显高性价比，估值高安全垫，风险偏好持续修复；各类资金常态化回补，助力 A 股估值中枢上移；盈利触底回升，归母净利增速约为 6%，开启弱修复；

策略研究

A 股大势与节奏推演：2023 年 A 股走势先抑后扬，一季度强预期与弱现实博弈，走势一波三折，关注政策支持领域。进入二季度后，海外扰动项减弱、国内基本面修复，上行动能更值得期待。但四季度仍需关注内外基本面变化，可能会再起波澜。

主线选择：从快轮动到重景气，先价值后成长

参考海内外疫后消费-成长-周期的行业轮动规律，主线选择先价值后成长，兼顾估值修复和景气成长。关注疫后修复（医药、食饮、免税、美容护理）、数字经济（国资云、数据交易、数据安全）、产业安全（工业母机、工业机器人、信创、半导体设备与材料、国防信息化、新能源新技术、粮食安全）三大方向。

风险提示

（1）宏观经济加速下行；（2）政策力度不及预期；（3）疫情超预期爆发

正文目录

1、 海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化 8
1.1、 通胀：加速回落，2023 年美国 CPI 下行至 3%-4% 8
1.1.1、食品：驱动价格上涨的三重因素均有缓解 8
1.1.2、能源：供需同步下行，油价横盘震荡 10
1.1.3、住宅：价格时滞逐步兑现，住宅通胀回落 12
1.1.4、服务：通胀韧性预计会持续到 2023 年一季度 13
1.2、 衰退：美国浅衰退预计出现在 2023 年二季度 15
1.2.1、美国衰退时点：预计出现在 2023 年二季度 15
1.2.2、美国衰退深度：大概率是浅衰退 17
1.2.3、英国衰退：已经开始直面经济衰退压力 19
1.2.4、欧盟衰退：预计出现在 2023 年一季度 21
1.3、 加息：节奏放缓拐点确认，但转向还需等待 23
1.3.1、美国上调加息顶点，仍有 75BP 空间 23
1.3.2、2023 年美国降息或将缺席 25
1.3.3、更鹰派的 FOMC 票委支持加息 26
1.3.4、欧英将在 2023 年完成加息 26
1.3.5、日本将在 2023 年开始货币紧缩 26
2、 国内宏观：从再探底到弱复苏，内部支撑强化 28
2.1、 政策：定调积极，凸显三稳，兼顾短中长期目标 28
2.1.1、优防疫：防疫实质性优化，疫后纾困政策可期 29
2.1.2、松货币：精准有力，结构性工具持续发力 32
2.1.3、宽财政：加力提效，赤字规模和专项债加码 33
2.1.4、扩内需：发展和安全并举，促消费和扩制造是主要抓手 35
2.1.5、重改革：改革大年，市场化改革红利值得期待 35
2.2、 经济：稳增长重回首位，弱复苏重启在即 36
2.2.1、2023 年经济：N 型走势，预计目标在 5%或以上 36
2.2.2、疫后经济：就业、生产修复明显，消费还需政策助力 37
2.2.3、出口弱：外需超预期回落，2023 年出口增速在-5%左右 39
2.2.4、促消费：放在优先位置，短期阵痛后修复可期 41
2.2.5、扩基建：政策资金齐发力，但增速或小幅回落 42
2.2.6、稳地产：探底临近尾声，企稳修复在即 43
2.2.7、扩制造：设备更新继续提速，政策托底对冲下行压力 45
2.3、 通胀：温和可控，CPI 和 PPI 走势背离 48
2.3.1、CPI：前高后低，预计全年增速在 2%左右 48
2.3.2、PPI：前低后高，预计增速在 0 值附近 52
2.4、 流动性：中性偏松，市场利率中枢小幅抬升 53
2.4.1、总量结构双管齐下，2023 年流动性中性偏松 53
2.4.2、从宽货币到宽信用，市场利率中枢将小幅抬升 53
3、 A 股策略：从 W 型底到修复市，去否极迎泰来 54
3.1、 经济周期与资产轮动： 再收敛，弱复苏，修复市 55
3.2、 DDM 模型拆解：三因子支持 A 股企稳修复 56
3.2.1、风险偏好：配置高性价比，估值高安全垫 57
3.2.2、微观流动性：各类资金常态化回补 60
3.2.3、盈利：触底回升，全 A 归母净利增速约为 6% 66
3.3、 A 股大势与节奏推演：先抑后扬，把握一季度配置窗口期 68
4、 行业选择：从快轮动到重景气，先价值后成长 69

4.1、 疫后行业轮动规律：消费-成长-周期 69
4.2、 行业选择：关注疫后修复、数字经济、产业安全 71
4.2.1、疫后修复：需求回升、困境反转、供给优化 71
4.2.2、数字经济：国资云、数据交易、数据安全 80
4.2.3、安全自主：高端装备、新能源、粮食安全 85
5、 风险提示 101

图表目录

图表 1：拉尼娜气候在 2023 年会逐渐缓解 9
图表 2：肥料价格回落，粮食成本端压力减缓 9
图表 3：世界粮食禁运情况得到缓解 10
图表 4：2023 年食品项通胀大幅下行 10
图表 5：EIA 预测 2023 年石油需求下行幅度超过石油供给 11
图表 6：基于疫情放开，EIA 上调了中国 2023 年石油消费量预测（百万桶/日） 11
图表 7：OPEC 预测 2023 年产油量维持在 34.5 百万桶/日 12
图表 8：预计 2023 年油价横盘震荡 12
图表 9：住宅通胀滞后于租金和房价变动 12 个月左右 13
图表 10：商品生产已出现 PMI 和就业的同步走弱 14
图表 11：服务业就业依旧坚挺 14
图表 12：服务业与制造业时薪分化明显（%） 15
图表 13：服务业和制造业就业明显分化 16
图表 14：职位空缺率仍远高于五年平均（%） 17
图表 15：real time sahm 指数仍处在较低水平，未超过 0.5%的警戒值 18
图表 16：芝加哥金融状况指数低于 2008 年时期的水平（逆序） 18
图表 17：居民企业杠杆率整体处于健康水平 19
图表 18：垃圾债收益率远低于 2008 年和 2000 年水平 19
图表 19：英国家庭可支配收入预计在 2023 年回落至 2014 年水平 20
图表 20：2023 年英国经济预期进一步弱化：从 3 月份预测的 1.8%下调至 11 月份的-1.4% 21
图表 21：欧盟制造业和服务业双双走弱 22
图表 22：欧央行下调欧盟经济预期，预计在 2023 年 Q1 走弱（%） 22
图表 23：欧央行上调通胀预期，预计在 2025 年才能回归 2%左右（%） 23
图表 24：12 月点阵图将 2023 年加息顶点上调至 5.1% 24
图表 25：市场对于顶点预期并不买单，坚持认为在 5% 24
图表 26：2007 年和 2018 年联储均在长时间内维持在高利率水平 25
图表 27：当前日本仍是负利率，但通胀水平已经走高 27
图表 28：加息后，日本将逐渐丧失过去低利息支付的优势 28
图表 29：部分亚洲经济体有条件的逐步放开 29

图表 30：各个国家或地区采取政策助力疫后修复 30
图表 31：2020 年武汉和 2022 年上海均出台各项政策助力稳增长 31
图表 32：2022 年结构性金融工具种类丰富，投放提速 33
图表 33：预计 2023 年公共财政收入增速有限 34
图表 34：预计 2023 年公共财政支出增速和 2022 年接近 34
图表 35：2023 年专项债提前批明显前置量增 34
图表 36：2013 年以来 GDP 目标逐年降幅不超过 0.5% 37
图表 37：主要国家及地区在放开后就业、生产、消费均有所修复，但持续性不一 38
图表 38：从亚洲部分经济体来看，一轮疫情传播周期大概为 3-4 个月 39
图表 39：当前系统压力走势与欧债危机时期类似 40
图表 40：东盟出口与世界经济有比较好的拟合 41
图表 41：2022 社零消费增速一度转负 41
图表 42：2022 年消费者信心指数跌到历史低位 41
图表 43：目前储蓄余额同比增速达到 2014 年以来的最高水平 42
图表 44：各国及地区放开 3-6 个月后消费均有所修复 42
图表 45：2022 年基建高增速对冲地产下行压力 43
图表 46：专项债超 60%资金投往广义基建 43
图表 47：2022 地产产业链较为低迷，产业链分化明显 44
图表 48： 2022 年房地产是最大的经济拖累项 44
图表 49：制造业中长期贷款与中长期贷款余额增速差显著扩大 46
图表 50：新一轮设备更新周期已经开启 46
图表 51：2022 年下半年以来中央和地方层面出台多项支持制造业的措施 47
图表 52：制造业投资即将触底回升 48
图表 53：猪周期复盘：当前正处于猪价上行周期 49
图表 54：2022 年 5 月以来能繁母猪开始补库 50
图表 55：EIA 下调 2023 年原油消费增速 51
图表 56：2022 年黑天鹅事件频发，原油价格大幅波动 52
图表 57：2023 年降准降息空间还在，但力度不大 53
图表 58：宽信用阶段多空交织，利率中枢或有小幅抬升 54
图表 59：2023 年经济重启弱复苏周期 55
图表 60：经济周期与资产轮动规律 56
图表 61：全 A 股权风险溢价维持历史高位 57
图表 62：宽基指数涨跌幅（%）和估值 58
图表 63：一级行业涨跌幅（%） 58
图表 64：行业估值水平 59
图表 65：PE&PB 静态估值 59

图表 66：北上资金累计净买入处于近 4 年低位 60
图表 67：北上资金 2022 年顺势交易较多 61
图表 68：离岸人民币汇率连续跌破关键位 61
图表 69：外资看多中国股市的信心走强 61
图表 70：杠杆资金参与度较低，维持全年净流出 62
图表 71：杠杆资金在趋势确立后才有大幅流入 62
图表 72：融资成本下调，融资客参与度有望提升 63
图表 73：公募基金净增份额已解决 10 年低位 63
图表 74：2022 年 9 月赎回压力已明显缓释 63
图表 75：2022 年私募基金“量增利减” 64
图表 76：私募管理人减少 64
图表 77：私募资金净流入（亿元） 64
图表 78：私募股票仓位降至低位 64
图表 79：险资仓位降至三年低位 65
图表 80：余额保持增速，仓位有望回归 65
图表 81：2023 年增量资金重点关注外资和险资 65
图表 82：全 A 营收增速与名义 GDP 走势相关度较高 66
图表 83： CPI 与 PPI 对平减指数拟合效果较好 67
图表 84：预测 2023 年营收与归母净利增速分别为 5.6 %与 5.9% 67
图表 85：2023 年 A 股走势推演 68
图表 86：美股疫后修复阶段行业轮动（T=2021/6/15，涨跌幅：%） 69
图表 87：德国疫后修复阶段行业轮动（T=2021/6/1，涨跌幅：%） 70
图表 88：韩国疫后修复行业轮动（T=2021/11/9，涨跌幅：%） 70
图表 89：日本放开后股市行业轮动（T=2022/3/21，涨跌幅：%） 71
图表 90：对比日韩，中国疫苗接种率偏低 72
图表 91：疫情管控放松后医院中患者数量高位震荡 73
图表 92：重症 ICU 使用率达到峰值 73
图表 93：美国新冠特效药分发数量大幅上涨 73
图表 94：韩国医药细分行业轮动呈现“疫苗-口罩-抗原试剂盒-新冠特效药” 74
图表 95：日本医药细分行业与新增病例数更相关 75
图表 96：中国医药细分行业轮动呈现“疫苗-抗原-特效药” 76
图表 97：医药细分行业估值情况 76
图表 98：预计 2023 年房地产竣工面积同比增速将提升至 15% 77
图表 99：前三轮地产行情的行业轮动规律 78
图表 100：多数消费行业现金流入质量改善 79
图表 101：资本开支/折旧与摊销 79

图表 102：行业 CR3 集中度 80
图表 103：近一年来数据经济与数字要素相关政策梳理 80
图表 104：数据要素市场、行业规范与保障措施体系概况 81
图表 105：国内数据要素市场规模在 2025 年有望突破 1700 亿元 82
图表 106：数字资产交易标的物生产流程图 82
图表 107：22H1 三大运营商云业务收入同比均实现翻倍以上增长 83
图表 108：各地交易所上市公司持股情况一览 84
图表 109：2021 年国内数据安全市场空间突破 65 亿元 85
图表 110：二十大报告中提出的安全体系与安全重点领域 86
图表 111：保障重要产业链供应链安全在顶层设计中被多次提及 86
图表 112：我国关键高端装备国产化率普遍偏低 87
图表 113：通用设备/专用设备固定资产投资增速快于制造业整体（%） 88
图表 9：中游制造多处在主动去库向被动去库的复苏周期（%） 88
图表 115：中游制造利润占比自 2022 年 4 月以来不断提高 89
图表 116：高技术制造业 PMI 增速呈现较强韧性 89
图表 117：金属切削机床产量底部回升 90
图表 118：年内日本对华切割机床订单同比保持高增 91
图表 119：9 月以来国内工业机器人产量增速企稳回升 91
图表 120：2020 年我国工业机器人密度显著低于发达经济体 92
图表 121：信创产业“2+8”发展体系 93
图表 122：信创行业市场规模在 2021-2025 年复合增速有望接近 20% 93
图表 123：国内半导体库存周期或于 2023 年年中见底 94
图表 124：半导体设备各环节国产化率多数较低 95
图表 125：2022 年半导体材料市场规模有望突破百亿美元 95
图表 126：国防信息化开支占总军费比重不断提升 96
图表 127：有源相控阵雷达应用场景广阔 96
图表 128：2022 年末硅料与硅片出现松动 97
图表 129：不同型号的铜箔对应成本及质量占比对比 97
图表 130：钠离子电池应用场景展望 98
图表 131：N 型电池不断刷新光伏电池效率记录 98
图表 132：2021 年以来种质保护与转基因相关政策频出 99
图表 133：主要种植作物中，我国大豆/棉花的进口依赖度相对较高 100
图表 134：我国玉米与大豆单亩产量相较美国仍有较大差距 100
图表 135：2016 年以来我国种子逆差整体呈扩大态势 101

1、海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化

2022 年海外灰犀牛和黑天鹅事件频发，特别是美联储超预期强紧缩和俄乌冲突持久化演进，给全球市场带来了巨大的冲击。结合当前形势来看，俄乌冲突边际缓和，市场对常态化的俄乌冲突反应钝化，更关注美联储的货币政策动向。而美联储的加息进程又与通胀、经济等因素密切相关，还需要艰难的博弈与均衡。

1.1、通胀：加速回落，2023 年美国 CPI 下行至 3%-4%

2022 年美国通胀出现超预期上行：前期上行动力在于地缘政治事件以及供应链问题导致的食品、能源和商品价格快速上行，后半程则更多是服务和住宅项韧性导致核心通胀上行。目前市场对于 2023 年美国通胀下行有一致认知，但分歧在于通胀下行的斜率，而这又直接决定 2023 年美联储货币政策的节奏。因此，下面我们将通过对食品、能源、住宅和服务四大分项拆解来分析 2023 年美国通胀走势。

1.1.1、食品：驱动价格上涨的三重因素均有缓解

2022 食品通胀上行主要有三方面原因：**一是气候影响**，连续的拉尼娜气候影响了小麦、玉米和大豆的产量，供给端减少助推价格上行；**二是俄乌冲突**，化肥短缺，使得粮食生产成本上行，从成本端推动粮食价格上行；**三是粮食禁运**，加剧了国际农产品的紧张局势，粮食供应链短缺问题进一步凸显，使得美国食品 CPI 同比在 8 月份达到了 11.4%的 40 年高位。

所幸食品通胀的三重因素均有缓解：从气候的角度来看，随着冬天的到来，拉尼娜气候的概率和强度均开始走低，对农产品生产的影响趋于减弱；**从地缘冲突来看**，俄乌冲突常态化，化肥出口限制也有所放松，使得粮食生产成本压力边际缓解；**从禁运力度来看**，地区之间的粮食禁运迎来转机，俄罗斯解除了乌克兰粮食出口封锁，实施粮食禁运的国家数目有所减少。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50605