

# 平安研粹

## ——2023年2月市场观点



平安证券研究所



2023年1月31日

# 目录

- P3 宏观：海外交易“软着陆”，中国经济低位回暖
- P4 策略：风险偏好抬升加码春季躁动
- P5 固收：外部环境承压下的寻找预期差
- P6 基金：优选均衡，成长占优
- P7 银行行业：稳增长助力估值修复，继续看好配置机会
- P8 非银金融行业：基本面预期向好，关注高弹性龙头
- P9 地产行业：春节楼市表现分化，后续趋势仍待观察
- P10 建材行业：假期需求萎靡，关注节后复工与地产复苏
- P11 食品饮料行业：春节旺季动销修复，食品饮料势能复苏
- P12 生物医药行业：关注中药、疫后复苏、进口替代
- P13 社服教育行业：海南旅游修复显著，优选免税
- P14 新能源行业：关注景气赛道的主题性机会
- P15 有色与新材料行业：需求回暖在即，关注能源金属
- P16 半导体行业：探底回升，后市可期
- P17 电子行业：关注半导体产业链自主可控
- P18 计算机行业：看好多主题催化下的计算机行业的投资机会
- P19 汽车行业：2023年汽车产销将呈现“前低后高”

# 宏观：海外交易“软着陆”，中国经济低位回暖

## 海外：美欧“软着陆”预期强化

1、美国：美国经济虽降温但仍有韧性，四季度GDP环比折年率2.9%，最新12月失业率低至3.5%。同时，美国通胀出现较明显的改善，12月核心CPI同比降至5.7%、好于预期。市场预计美联储紧缩立场将弱于12月会议的引导，继而风险偏好升温，1月（截至27日）纳斯达克指数累涨11%，10年美债利率累跌36BP至3.52%，美元指数回落至近半年新低。但我们认为，考虑金融市场条件过松与通胀反弹风险，美联储2月会议即便放缓加息至25BP，仍有可能强化鹰派论调。

2、欧洲：欧元区PMI回升，加上欧洲天然气价格回落、“能源危机”暂缓，近期市场对欧洲经济的预期较为乐观，1月（截至27日）德国DAX指数累涨8.8%。但我们认为，考虑加息对经济的滞后影响、欧洲能源供给的隐患未消等，欧元区经济走向并不明朗。

3、日本：日本央行1月会议并未调整YCC政策，暂缓市场恐慌。但往后看，鉴于日本通胀压力上升，日本12月核心CPI同比高达4.0%，且IMF发声“建议”日本货币政策更加灵活，日本央行仍有可能调整YCC上限，甚至不排除改变货币宽松立场。

## 国内：1月中国经济出现修复

1、中国疾控中心报告显示，全国（不含港澳台）发热门诊（诊室）就诊人数于2022年12月23日达到峰值，随后连续下降，截至2023年1月23日，较峰值下降了96.2%。国内疫情形势好转，推动中国经济低位回暖。

2、1月中国经济已出现修复：一是和疫情达峰的趋势一致，从重点城市的地铁客运量和拥堵延时指数、全国电影票房收入等内需高频指标看，2022年12月最后一周中国内需开始持续恢复；二是2023年春节消费“温而不暖”，出行和全国旅游收入等指标虽较2019年春节仍有差距，但和2022年农历同期相比均有较高增速。

## 政策：春节后释放稳增长积极信号

春节后中央和地方密集部署稳增长：一是1月28日国常会要求持续抓当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升；二是春节后，已有广东、上海和江苏等多个经济大省，以会议、文件等形式部署2023年稳增长和经济高质量的工作。总的来说，投资仍是2023年稳增长主要抓手（如广东省提出2023年基建投资、工业投资都维持两位数增长的目标，按照“三年工程瞄准两年干”要求抓大项目），而促消费有关的政策力度相对较弱。恢复和扩大消费是2023年扩大内需的重点工作，更多消费刺激政策值得期待。

# 策略：风险偏好抬升加码春季躁动



## 观点一

春节假期期间，海外权益市场普涨，国内文旅消费回暖。春节假期期间，海外股市普涨，债市利率普遍上行，美元走弱，大宗商品涨跌互现；港股节后连续两日上涨，热门中概股表现亮眼。美国四季度GDP增速优于预期，欧央行释放鹰派信号，加央行率先表示将暂停加息，日央行维持宽松政策。疫情达峰后居民线下消费需求释放，春节期间旅游出行和影业票房数据均显著改善。



## 观点二

欧美通胀延续回落，国内需求边际修复。海外衰退预期仍在演绎。1月美国和欧元区制造业PMI初值为46.8和48.8，均较上月小幅回升但仍在荣枯线以下。欧美通胀延续回落。12月美国和欧元区CPI同比分别增长6.5%和9.2%，均较前值回落。国内经济仍在筑底但内需边际修复。四季度国内GDP增速回落至2.9%，12月PMI下探至47.0，突破2022年4月低点，12月社零和进口增速降幅均有收敛。



## 观点三

海外加息放缓预期抬升，北上资金加速流入。美联储加息放缓预期抬升。10Y美债收益率下行至3.5%，美元指数下行至101，人民币汇率则快速升值至6.7附近。国内维持稳健宽松。12月社融数据不及预期，1月央行MLF超量续作，房地产支持政策加码，预计后续货币政策将维持稳健宽松。外资加速流入。1月融资余额为1.44万亿元，新成立偏股型基金175亿份；北上资金净流入1125亿元。

## 观点四

春季躁动延续，成长消费占优。当前内外部环境均在改善，短期市场春季躁动行情在加码持续，整体呈现各板块快速轮动的螺旋式上行。结构上建议更多关注产业景气向上且前期调整较多的新能源、数字经济和高端制造业板块以及疫后修复的消费/医药板块。

# 固收：外部环境承压下的寻找预期差



## 市场走势回顾：利率债熊陡，信用利差整体压缩

1月资金利率整体先下后上，1月中下旬受春节叠加税期影响资金价格波动增大。节前最后一周央行开展7790亿元1年期MLF增量续作并未降息降准，叠加市场风险偏好升温，情绪低迷。全月利率债熊陡，1Y国债和国开债利率分别上行5BP和7BP，10Y国债和国开债均上行9BP。

信用债收益率短端下行，中长端上行；信用利差整体陡峭化压缩，期限利差走阔。1月AAA信用债1Y、3Y、5Y信用利差分别压缩7BP、14BP和2BP，AA信用债1Y、3Y、5Y信用利差分别压缩25BP、21BP和1BP。



## 宏观经济与政策：国内消费回暖，海外延续交易pivot

疫情过峰，春节消费结构性回暖。全国阳性人数22年12月22日达到高峰（694万）后逐步下降，2023年1月23日降至最低1.5万。春节餐饮及观影消费恢复至常态，旅游消费恢复至7-8成。返乡购房情绪仍然低迷，随着补贴政策到期，开年汽车消费承压。

海外方面，延续pivot交易。美国1月Markit制造业、服务业均较12月有小幅回升但位于荣枯线以下，四季度实际GDP季调环比折年率2.9%，强于预期的2.6%。美债下跌、美股小幅上涨、美元指数继续回落，铜金非商业净多头持仓有所回补，铜金比保持平稳，市场情绪risk on。



## 投资建议：短期保持观望维持信用债中短套息策略，月中博弈货币政策

1、利率：短期保持观望，维持信用债中短端套息策略。考虑到春节期间的大类资产表现，开工后股市risk on延续，对债市情绪造成压力以及开工后1个月左右为政策扰动大月，债市长端恐仍然承压。预期差可能仍来自货币政策，当前资金价格处于11月市场转向高位，信用融资低迷，1月的信贷开门红成色有待检验，我们认为两会之前仍然是货币政策窗口期。如果长端突破3%以上，再关注可能的交易机会。短端则可以继续博弈货币政策，目前市场仓位久期在中性水平，杠杆在低位，3-5年国债品种估值更好。

2、信用债：估值好于利率，高等级短债套息机会和中等等级城投债（套息利差位于50%分位数）。

3、公募REITs：预计财报表现将带来走势分化，当前产权类REITs中产业园、保租房的性价比相对较高；经营权类REITs中，警惕能源、生态环保板块的估值调整风险，高速公路板块可以等调整后再关注其机会。

4、转债：仍在顺风期，目前赔率较高的是信息技术类转债，其10月以来累计涨幅仍偏低且转股溢价率也低，跟涨性更好。

# 基金：优选均衡，成长占优

## 行业动态

**业绩表现：**月内主动权益基金收益6.39%，细分风格来看，中盘风格基金表现优于大盘和小盘风格，成长风格基金优于价值风格。主题基金收益均为正，其中计算机硬件、软件、券商主题基金涨幅较大，能源设备、日用化工、陆路运输主题基金涨幅较小；固收+基金1.99%；主动债券基金0.28%；货币基金0.1%；FOF基金2.5%。

**基金发行：**月内新发行54只，规模381.2亿元，基金发行规模下降；结构上，权益类基金发行规模147.0亿元，占本月发行总规模的39%。热门产品：主动权益有丘栋荣管理的**中庚港股通价值18个月封闭**（19.8亿）、孙彬管理的**富国周期精选三年持有A**（15.3亿）；主动债券有曹治国管理的**浦银安盛普旭3个月定开**（79.9亿）。

**ETF资金流向：**本月ETF资金净流出156.9亿元（除货币基金），流出主要是债基ETF、QDII基金，权益型产品资金净流入25亿元，前十大净买入产品合计买入174亿元，集中在中证1000、中证500、沪深300等宽基ETF以及军工、金融、光伏等板块。

## 投资逻辑

美国通胀拐点确认，经济下行但仍有韧性，美联储紧缩预期缓和，2月加息25BP是大概率事件，市场对经济软着陆预期抬升；加拿大央行率先表态考虑暂停加息，暖冬暂缓欧洲经济衰退担忧，美元走弱，海外风险偏好抬升。国内春节期间旅游、电影等线下消费复苏明显，节后返工潮陆续出现；在两会政策预期下，国内信用环境将会触底回升，中长期贷款增速步入上行趋势。对于股票市场，前期在经济复苏预期下，叠加北向资金大幅流入，消费板块出现较大涨幅。成长板块拥挤度目前已经大幅下降，处于底部回升阶段，在业绩因子的驱动下短期表现更容易占优，可适当加大对成长板块的配置。公募基金四季报也明显加大了医药、计算机、传媒等行业配置比例。中长期来看，各宽基指数估值处于历史均值附近，配置价值依然突出。债券市场短端流动性仍相对充裕，但很难回到之前低位；长端利率在经济复苏预期下，短期可能波动加大。

## 投资建议

**基金组合配置建议：**2月基金配置仍然是优选均衡底仓，在轮动方面可由前期占优的低估值疫后修复适当部分转为高景气成长板块。固收+和债券基金，建议优选具有较好交易能力、擅长久期管理的基金。具体如下：

**中欧养老产业（001955.0F，中高风险）：**均衡偏科技成长风格，选股采用兼顾价值和成长的GARP策略，自下而上挖掘中小市值标的，风格稳健。

**富国消费主题（519915.0F，中高风险）：**偏灵活的消费风格基金，消费行业适度均衡配置。大盘成长风格，基金经理聚焦“衣食住行康乐购”能力圈，投资策略“稳定成长类底仓+拐点品种增加弹性”。

**广发鑫享（002132.0F，中高风险）：**长期布局光伏板块+非新能源板块轮动配置。基金经理偏周期思维管理组合，在周期拐点左侧进入，并及时止盈。

**中银稳健添利（380009.0F，中风险）：**偏稳健“固收+”产品，股票投资上基于短期确定性选择重点配置行业，力争实现低波动下的高收益。

**鹏华稳利短债（007515.0F，低风险）：**短债型基金，定位货币增强产品，净值波动回撤小。基金经理固收短端类资产投资经验丰富。

# 银行业：稳增长助力估值修复，继续看好配置机会

## 行业动态

截至本月30日，银行月度涨幅4.15%，同期沪深300指数涨幅8.52%，跑输沪深300指数4.36%，当前板块PB静态估值0.55x。

A股基金2022年四季度报告披露完毕，据统计，Q4包括偏股、股票型在内的主动管理型基金配置银行板块比例基本保持稳定，环比微降2BP至2.14%，但包括招行、宁波、平安等市场关注度较高的核心标的持仓有明显回升，表明市场对银行板块的配置情绪有所提振。截至1月29日，已有13家上市银行披露22年业绩快报，从整体情况来看，营收增速普遍呈现下滑态势，我们认为在4季度资产端定价继续承压和债市大幅波动的背景下，银行收入增速的下行符合预期，且从个体情况来看降幅也均在可控范围之类。值得注意的是，在营收增长放缓的情况下，净利润增速依然保持了稳健，13家上市银行中有6家全年盈利增速不降反增（剩余7家降幅最大也未超过4个百分点），4季度疫情对经济的扰动加大使得市场对银行的业绩表现存在担忧，我们认为上述部分银行业绩快报的披露将有效推动担忧情绪改善。

景气度方向：景气持平。

## 投资逻辑

展望2023年，我们认为随着疫情不确定性的消退以及稳增长政策的发力，银行板块的配置价值将持续体现，年初以来的估值修复将会得以延续。特别值得注意的是，结合春节期间展现出消费端良好的修复趋势，我们认为具有零售优势的核心银行的表现将更为值得期待。目前板块对应静态PB仅0.55x，估值隐含不良率超15%，估值安全边际较高，同时机构与北上资金持仓均处于历史低位，悲观预期充分，积极看好政策转向背景下银行板块估值修复机会。个股推荐：1) 以招行、邮储为代表的估值受损有待修复的优质零售银行；2) 成长性优于同业的优质区域性银行（宁波、苏州、成都、江苏、长沙）。

## 投资建议

- 1、宁波银行：零售转型高质量发展，看好公司高盈利水平保持。“强烈推荐”评级。
- 2、苏州银行：区域禀赋突出，大零售转型和事业部改革持续推进提质增效。“推荐”评级。
- 3、招商银行：零售竞争优势稳固，看好估值修复机会。“强烈推荐”评级。

# 非银金融：基本面预期向好，关注高弹性龙头



## 行业动态

1) 本月行情：截至1月30日，非银金融指数、券商指数、保险指数分别变动+9.92%、+10.77%、+7.40%。1月以来，各地稳增长政策措施陆续出台，叠加疫后复苏推进，经济基本面预期转好，同时流动性保持合理充裕、外资加速流入，市场情绪有所提振，A股市场主要指数均强势反弹，非银板块β属性充分体现，较上证综指形成超额收益。

2) 1月行业动态：①22Q4主动管理型基金重仓增持保险、券商。22Q4末保险重仓持股比例0.14%（QoQ+0.05pct），继续小幅增持，但低配程度环比加深，以沪深300流通市值为标准，尚低配4.59pct；券商重仓持股比例0.34%（QoQ+0.04pct），由减持转为增持，低配程度同样环比加深，尚低配4.16pct。②商车自主定价系数再放开，存量业务将迎优化。1月12日，银保监会发布《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》，决定将商业车险自主定价系数浮动范围扩大为[0.5-1.5]，进一步放开自主定价系数后，车险保费与风险匹配度将更高，也将优化车险产品供给、扩大车险保障覆盖面、推进车险高质量发展。

景气度方向：景气持平。



## 投资逻辑

1) 证券：疫后复苏推进、稳增长政策托底，市场情绪转暖，券商板块β属性强，且估值相对较低，反弹力度更大、速度更快。券商基本面压制因素边际改善，看好2023年自营业务企稳，以及全面注册制主线下的投行业务成长性。

2) 保险：目前行业估值和机构持仓处于历史底部，地产政策发力、权益市场向好，资产端迎来改善，产品吸引力下降，居民储蓄需求

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\\_51782](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51782)

