

平安研粹

——2023年3月市场观点



平安证券研究所



2023年2月28日

目录

- P3 宏观：海外“紧缩恐慌”再袭，中国经济稳步复苏
- P4 策略：蓄势整固，布局成长
- P5 固收：债市机会有限，暂时维持中短端套息
- P6 基金：关注两会政策，市场风格再平衡
- P7 银行行业：修复弹性待释放，年报关注盈利质量
- P8 非银金融行业：关注年报业绩稳健的高弹性龙头
- P9 地产行业：认购到访回暖，核心城市土拍回温
- P10 建材行业：节后开复工优于上年，房建需求弱复苏
- P11 食品饮料行业：需求场景回暖，复苏趋势延续
- P12 生物医药行业：板块小幅调整，关注结构性机会
- P13 社服教育行业：关注财报季，甄选预期差标的
- P14 新能源行业：关注新能源项目建设提速
- P15 有色与新材料行业：关注金属需求回暖带来的基本面改善
- P16 半导体行业：看好仪器仪表国产替代的机会
- P17 电子行业：半导体设备国产化逻辑持续强化
- P18 计算机行业：看好信创主题的投资机会
- P19 汽车行业：2023年关注车企混动渠道变革步伐

宏观：海外“紧缩恐慌”再袭，中国经济稳步复苏

海外：“紧缩恐慌”再袭

- 
- 1、美国加息预期上修。美联储2月议息会议如期放缓加息，表态偏鸽派。然而，2月以来公布的美国1月就业、通胀、零售等数据都超预期强劲，市场通胀预期反弹，美联储加息预期持续上修。据CME数据，截至2月24日，利率期货市场对终端利率的预期升至5.25-5.5%，在不到一个月的时间里就抬升了1个百分点。关注3月公布的就业、通胀等数据，以及3月议息会议的更多指引。
 - 2、市场上演紧缩恐慌。2月以来（截至24日），美股纳指、标普500和道指分别累跌1.6%、2.6%和3.7%，10年美债收益率反弹43BP至3.95%，美元指数反弹3.1%至105.3，金价回落5.9%至1811美元/盎司，布伦特原油回落1.6%至83.2美元/桶。
 - 3、日本央行新行长候选人表态温和。继日本央行调整YCC上限后，新行长候选人植田和男的政策立场引发关注。一方面，其正视YCC政策的负面影响，并讨论了货币政策正常化的条件和时机；另一方面，其强调当前宽松的货币政策是合适的，暗示政策的调整将循序渐进而不是激进调整。我们认为，短期日本央行上调或放弃YCC政策的概率有限，年内加息的可能性不高，日元流动性的冲击或可控。

国内：中国经济稳步复苏

- 
- 1、节后复产有序推进。截至2月第四周，全国高炉开工率、焦化企业开工率、汽车轮胎半钢胎开工率、全钢胎开工率、石油沥青装置开工率、水泥磨机运转率等高频指标，均已高于2022年农历同期，但工业生产恢复情况和2021年农历同期相比仍有明显差距。可能原因是2021年春节“就地过年”比例高，节后复产更快。
 - 2、节后第三周工程项目开复工提速。根据百年建筑网调研，节后第二周（正月十七调研）全国工程项目开复工率和劳务到位率分别为38.4%、43.3%，明显低于前两年农历同期水平。节后第三周开始提速，截至二月初二（2月21日），开复工率和劳务到位率分别为86.1%、83.9%，高于2022年农历同期的80.4%、81.2%，但和2021年农历同期的93.8%、96.9%相比均仍有明显差距。

政策：预计财政在稳增长中将发挥更积极作用



2023年全国GDP增速目标预计设定为5%以上，鉴于出口回落幅度可能超预期，扩大内需有待政策发力。货币政策执行报告中，对降成本的定调从2022年第三季度的“推动降低成本”变为四季度的“推动成本稳中有降”，2023年降息（调降MLF利率）的概率下降。预计财政政策在2023年稳增长中发挥更积极作用，包括上调广义财政赤字率、优化赤字结构，以及保持必要支出强度和优化支出投向等。

策略：蓄势整固，布局成长



经济基本面：欧美衰退预期减弱，国内经济稳步修复。欧美经济软着陆的可能性上升。2月美国制造业和服务业PMI初值环比均超预期上行至47.8和50.5，欧元区综合PMI初值创近9个月新高。欧美通胀回落速度趋缓，服务通胀粘性隐忧突显，1月美国和欧元区CPI同比分别增长6.4%和8.6%，回落幅度不及预期。国内经济稳步修复，企业生产加速恢复。1月制造业PMI环比修复3.1pct至50.1，重回荣枯线上，1月新增企业中长期贷款3.5万亿元创历史新高，另外2月以来地产销售数据持续回暖，经济修复预期得到进一步强化。



流动性：欧美通胀担忧再起，北上资金流入放缓。欧美加息紧缩预期再度升温。2月美联储如期放缓加息25BP，而欧央行延续加息50BP；经济数据仍强叠加通胀回落趋缓，市场对于美联储加息的担忧再度升温，月内10Y美债利率上行至3.95%，美元指数反弹至105，人民币汇率贬至6.95。国内维持稳健宽松。1月社融增速9.4%仍处历史低位，央行强调货币政策精准有力。权益市场流动性平稳。2月融资业务余额1.48万亿元，新成立偏股型基金254亿份，均较上月有所回暖，北上资金净流入则收敛至125亿元。



权益配置策略：低位布局数字经济等成长板块。短期市场盘整的原因有二：一是国内数据和政策真空期，叠加前期拉涨后资金兑现压力上升；二是外围环境复杂性抬升，地缘政治冲突升温压制风险偏好修复。对于后市，我们仍维持相对乐观的看法，短期盘整或进一步夯实中长期向上的机会，同时注意内外部因素交错扰动导致的市场波动加大。结构上，建议围绕成长景气更高、两会政策博弈预期更具优势的新兴成长板块进行布局，如数字经济、半导体、高端制造等。

固收：债市机会有限，暂时维持中短端套息



2月复盘：资金利率回归中性水平，债市长端缺乏波动

- 央行逆回购放量，资金利率回归中性。节后在信贷需求回升、现金回流偏慢、政府融资放量的背景下，资金面全月维持紧平衡状态；尽管本月央行公开市场日均投放量超2000亿，但短期资金投放难以缓解长期流动性紧张，资金利率逐渐回归中性水平，R007大幅上行26BP，持续位于政策利率之上，FR007则上行13BP。
- 中短券承压，长端缺乏主线。伴随资金面收紧，中短券承压，1Y国开利率上行16.7BP至2.47%；长端在充分price in经济修复预期后缺乏交易主线，高频数据回暖未能打开长端上行空间，10Y国开利率中上旬围绕3.05%波动，2月18日监管新规出台对债市影响偏空，10Y国开利率站上3.08%。



2月基本面：高频数据回暖，信贷需求不弱

- 节后高频数据回暖，票据利率延续上行。春节后高频数据总体向好，疫情防控优化极大活跃了市内出行，地铁客运量较往年春节后修复斜率和幅度均扩大，达去年阴历同期的118%。住房消费也持续回暖，截至2月23日，30大中城市房地产成交面积恢复至与往年阴历同期相当水平。以电影票房为代表的服务性消费节后脉冲式回落，虽不及疫情前平均水平但高于去年同期。生产方面，水泥、钢铁库存回落，开工率高于去年同期；汽车半钢胎开工率达2019年以来的次高位置。此外，跨月后票据贴现利率延续上行，本月升33BP至2.15%，已回升至22年4月以来的最高水平，显示2月信贷需求不弱。预计此后随着天气回暖，基建项目将密集落地，成为一季度稳增长的主要抓手。



投资建议：债市缺乏机会，中短端套息维持

- 资金利率难有大幅上行，建议维持中短端套息策略，小仓位参与长端交易。2月经济高频数据回暖，但债市已充分定价基本面修复，叠加2月经济数据真空期，长端整体波动有限。3月即将迎来政策密集发布期，对长端或有扰动。现阶段期限利差整体水平偏低，性价比明显高于其他期限的部位难寻，债市机会有限。我们预计上半年基本面实现弱修复，对应10Y国债收益率3%-3.1%具备配置价值。短端方面，由于月内资金价格已经达到22年11月时期，1年存单利率达到政策利率2.75%附近，即便后续市场利率围绕政策利率波动，短端进一步上行，当前估值的安全边际已经具备交易入场的价值，建议暂时维持中短端套息策略，或向期现套利要收益，等待长端压力释放。

基金：关注两会政策，市场风格再平衡

行业动态

业绩表现：月内主动权益基金收益-1.75%，细分风格来看，小盘风格基金表现优于中盘和大盘风格，价值风格基金优于成长风格。38%的主题基金收益为正，其中互联网、电脑硬件、工程机械主题基金涨幅较大，汽车、发电设备、电工电网主题基金跌幅居前；固收+基金-0.17%；主动债券基金0.24%；货币基金0.11%；FOF基金-0.24%。

基金发行：月内新发行57只，规模641.1亿元，基金发行规模上升；结构上，权益类基金发行规模143.9亿元，占本月发行总规模的22%。热门产品：主动权益有姜诚管理的中泰元和价值精选（22.2亿）；主动债券有周丹娜、李宇璐管理的泰达宏利添盈两年定开（80.0亿）、李家辉管理的招商恒鑫30个月（79.3亿）、刘方正管理的鹏华永瑞一年（78.2亿）。

ETF资金流向：本月ETF资金净流出542.0亿元（除货币基金），其中权益型产品资金净流出517亿元，前十大净买入产品合计买入125亿元，集中在科创板、创业板宽基指数以及半导体、芯片、有色金属、生物医药等板块。

投资逻辑

随着美国就业、PMI等数据公布，海外乐观交易预期被修正，美元反弹、美债收益率上行，市场预期美国加息终点抬升50BP。在美联储没有暂停加息之前，海外交易仍将存在反复，这会加大国内市场的波动。但国内资产价格的核心矛盾仍在于国内经济增长的修复以及即将到来的两会可能出台的政策。对于股票市场，过去三年，每次经济从疫情谷底走出，都会交易经济预期修复—数据兑现——是否强复苏验证三个阶段，当前市场还处于交易经济预期修复阶段。指数上行幅度取决于经济内在周期位置和政策预期。交易风格上，在工业企业去库存，私人部门融资增速底部徘徊，尚未进入上行趋势时，总体上还是对中小成长风格更加有利，但需要关注两会期间可能出台的提振内需的政策。如果总量刺激政策超预期，将会再次带动大盘顺周期板块修复，市场风格将会再平衡。债券市场短端流动性回到中性水平，长端利率也会较多受到政策预期影响，近期利率走势总体向上，可以适当把握政策落地后带来的交易机会。

投资建议

基金组合配置建议：从经济、货币、信用三周期来看，市场仍以中小盘风格占优。但3月份需要关注两会的总量与结构性行业政策机会，基金配置重点持有均衡风格。固收+基金建议关注偏稳健品种，债券基金建议关注短债型基金等偏短久期品种。具体如下：

易方达科瑞（003293.OF，中高风险）：均衡偏成长风格，注重自下而上挖掘中小市值标的，偏好基本面持续进步的公司，交易风格偏左侧。

中欧养老产业（001955.OF，中高风险）：科技成长风格，擅长逆向布局，自下而上挖掘优质个股，选股注重安全边际，风格稳健。

广发鑫享（002132.OF，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.OF，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.OF，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：修复弹性待释放，年报关注盈利质量

行业动态

截至本月27日，银行月度跌幅4.02%，同期沪深300指数跌幅2.72%，跑输沪深300指数1.30%，当前板块PB静态估值0.53x。

银保监会公布2022年4季度主要监管指标，4季度末我国商业银行资产总额为320万亿元，同比增长10.8%（vs+10.9%，22Q3）。全年商业银行共实现净利润2.30万亿元，同比增长5.4%（vs+1.2%，22Q3）；全年净息差1.91%（vs1.94%，22Q3），成本收入比33.97%，同比上升1.89pct。资产质量方面，商业银行4季度末不良率1.63%，环比下降3BP，拨备覆盖率206%，环比上升2pct。盈利增长稳健，全年商业银行口径累计净利润增速5.4%，较3季度回升4.2pct。需要注意的是，4季度银行收入端不仅面临息差收窄的影响，年末债券利率的波动对非息收入的增长也带来额外冲击，行业在不牺牲拨备的情况下依然实现盈利增长的稳定实属不易。个体分化持续，4季度单季大行/股份行/城商行/农商行净利润增速分别达到5.0%/8.8%/6.6%/-2.3%，增速较3季度分别变化-1.3pct/-0.2pct/-9.0pct/+55.4pct。

景气度方向：景气持平。

投资逻辑

估值修复进程不改，弹性释放等待经济数据验证。春节后银行板块出现一定调整，我们认为一定程度与前期政策优化带来的经济预期修复与短期实际数据间的背离所致。考虑到当前银行板块静态PB仅0.53x，估值处于低位且尚未修复至疫情前水平，我们判断全年板块修复的逻辑不变，弹性释放等待经济数据验证。个股首推基本面改善确定的优质区域性银行（长沙、苏州、成都、江苏），并继续看好招行、邮储为代表的前期估值受损的零售银行。

投资建议

- 1、长沙银行：零售转型初显成效，深耕本土基础夯实，股权担忧化解助力轻装上阵。“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。

非银金融：关注年报业绩稳健的高弹性龙头



行业动态

1) 本月行情：截至2月27日，非银金融指数、券商指数、保险指数分别变动-3.55%、-3.62%、-3.97%。大盘反弹近3个月，2月以来国内经济修复的力度和持续性有待进一步验证，外部环境的不确定性加剧，大盘进入调整期，A股板块轮动明显加剧；非银板块β属性较强，同时前期反弹幅度较大、资金兑现压力上升，本月较上证综指实现超额亏损。

2) 2月行业动态：①全面注册制落地。2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的主要制度规则草案向社会公开征求意见。2月17日，相关制度规则正式发布，全面注册制正式落地，有助于资本市场长期健康发展、提升主板IPO审核速度，直接利好券商投行业务。同时配套制度持续完善，倒逼券商延长投行服务链、提升专业能力。业务发展均衡、综合实力较强、项目储备丰富的头部券商更具优势。②市场化转融资业务正式上线。2月21日，中证金融公司市场化转融资业务试点上线，采用“灵活期限、竞价费率”交易方式，券商可根据自身客户需求和资金管理规划进行灵活地期限选择和费率申报，将进一步提升融资融券业务灵活性和差异性。

景气度方向：景气持平。

投资逻辑

1) 证券：疫后复苏推进，稳增长政策托底经济大盘；资本市场改革加快推进，证券业长期向好。当前市场一致预期还未形成、板块轮动明显，但券商板块估值水平仍处低位，具备配置价值。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：地产政策发力、权益市场向好，资产端迎来改善；竞品吸引力下降、居民储蓄需求旺盛，预计2023年“开门红”业绩高增。

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_52697

