

2023 二季度权益投资策略：“数字经济”有望成为全年行情主线

2023 年开年以来，A 股一扫 2022 年的萎靡，展开了一波较为强势的反弹，但结构性特征也比较明显。短期看，经济恢复速度的放缓导致市场风险偏好回落，A 股处于震荡区间；但中长期看，无论是经济发展的方向还是政策导向都较为积极，A 股或难出现指数级别的下跌。随着经济复苏斜率和市场预期的改善，居民和机构增持风险资产的概率或将提升，从而给 A 股带来积极影响。预计全年 A 股仍以结构性行情为主，适当择时并精选结构带来的超额收益或更显著。

一、一季度市场回顾

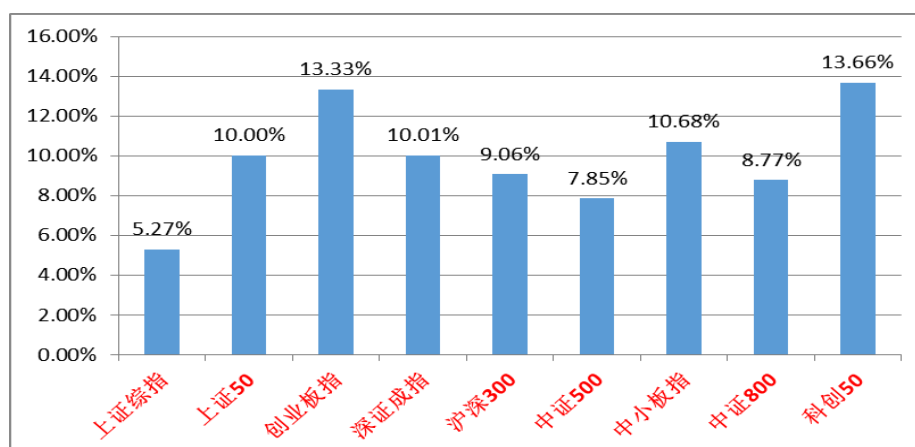
今年一季度 A 股行情整体可分为两个阶段：

一是开年以来随着经济恢复预期增强，外资持续流入，股市全面反弹至 2 月中旬；

二是 2 月中旬至今，由于美国加息超预期、美元指数走强，国内经济数据不支持强复苏等原因，A 股进入震荡区间。

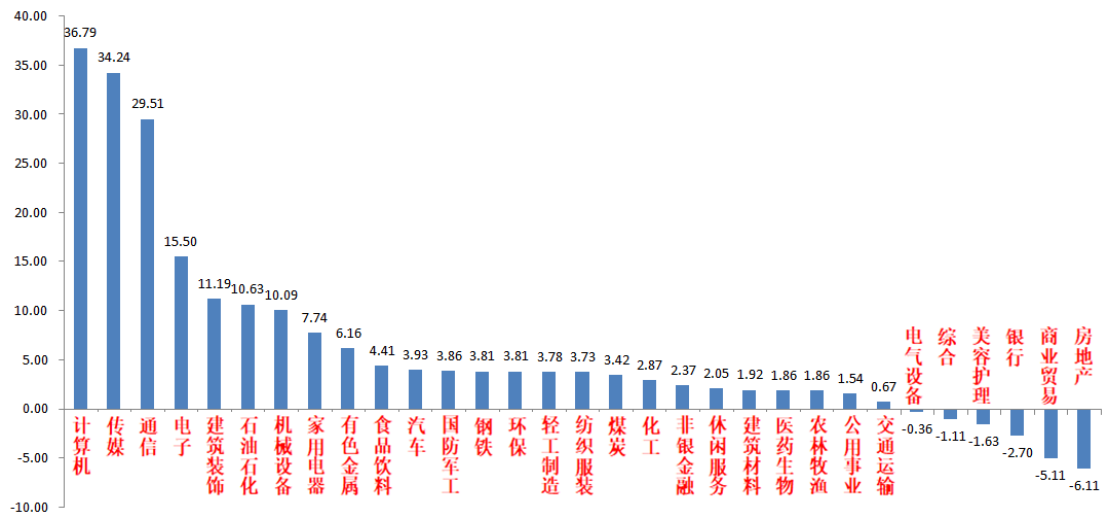
全季来看，科创 50、创业板指在宽基指数中表现最好，涨幅分别达 13.66%、13.33%；主题板块中，计算机、传媒、通信、电子、建筑、石油石化等板块在数字经济和“中国特色估值体系”概念推动下，表现相对抢眼。

图：A 股主要指数一季度涨跌幅



数据来源：wind，截至 2023 年 3 月 31 日

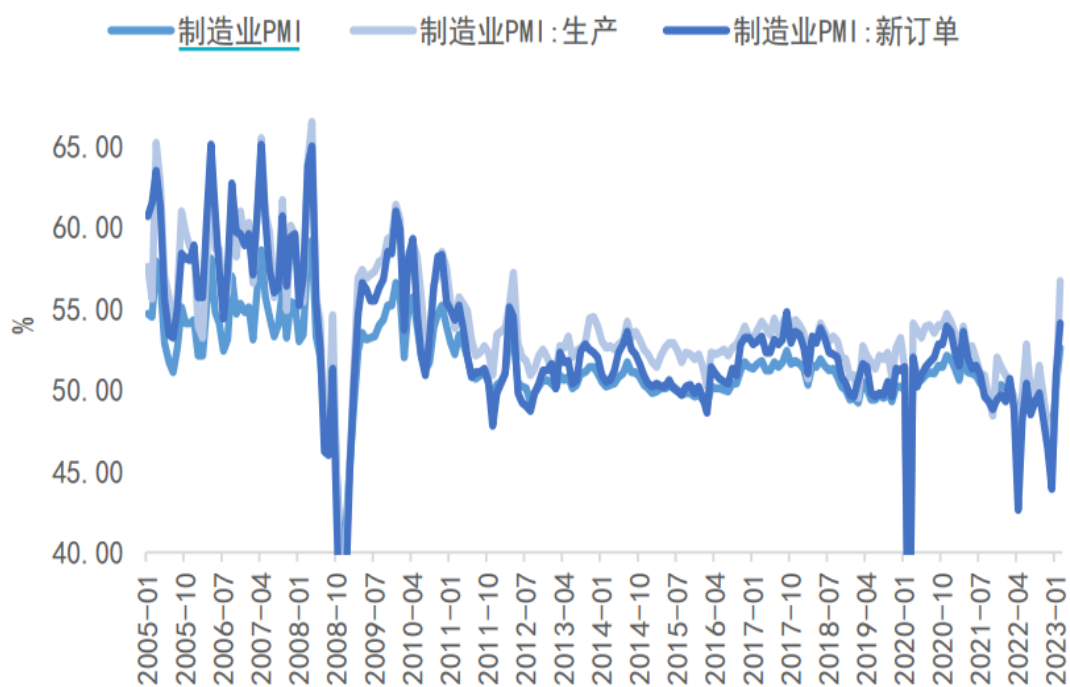
图：SW 主要板块一季度涨跌幅



数据来源：wind，截至 2023 年 3 月 31 日

二、当前国内外宏观经济环境

扩大内需仍是当前经济工作的主题。2021 年 Q2 开始，在疫情和资源类商品供需等原因催化下，我国经济增速进入下行区间，甚至一度陷入滞胀，政府及时采取稳增长措施拉动经济，并在中央经济工作会议上将扩大内需确立为当前经济工作的主题，结果 2022 年 GDP 实现了 3% 增长。今年在疫情消退背景下，中国经济有望加快复苏。像中国制造业 PMI，自 2021 年 3 月后开始下行，随着政府一系列稳增长措施生效，2023 年 1 月回升至荣枯线以上。

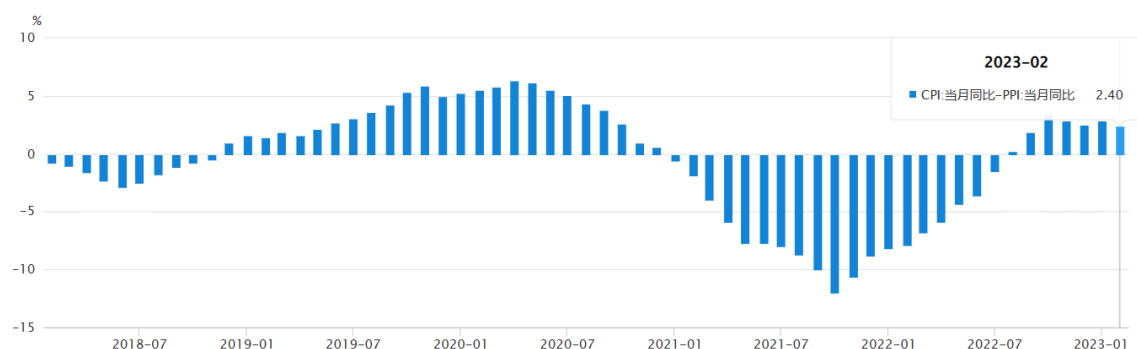


数据来源：wind，截至 2023 年 1 月

流动性相对趋于宽松。在稳增长、扩大内需至关重要的背景下，预计 2023 年宏观流动性仍将维持“平衡偏宽松”状态。随着今年 1-2 月信贷的顺利投放，银行间流动性受到一定冲击，2 月以来 DR007、SHIBOR 利率中枢明显抬升。为了保持流动性合理充裕、巩固宽信用基调，央行于 3 月 27 日将金融机构存款准备金率下调 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。总体资金面“平衡偏宽松”局面未变。

PPI 与 CPI 的反向剪刀差。21 年起，受国内大宗商品供给原因和外部流动性泛滥输入性通胀影响，PPI 增速显著高于 CPI，但随着世界经济在疫情等因素的影响下进入衰退通道，总需求减少导致大宗商品价格从高位下跌，CPI 和 PPI 上行到达高点开始回落，在 22 年底形成反向剪刀差，我国经济目前呈现一定通缩特征。

图：2018 至今 CPI 与 PPI 增速剪刀差

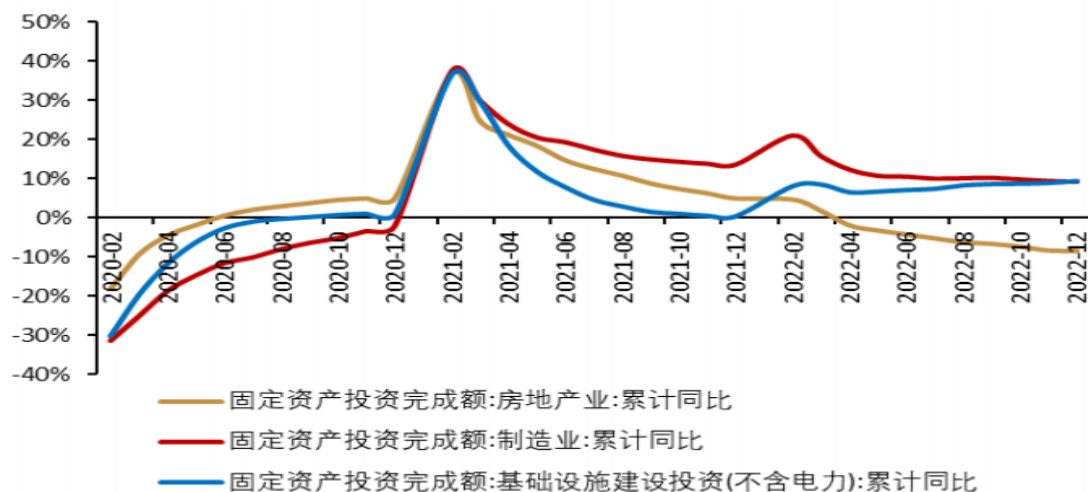


数据来源：wind，截至 2023 年 2 月

出口增速预计回落。得益于我国对疫情的有效控制，全球最早实现复工复产，2021 年起出口从疫情打击中迅速恢复，几乎每个月都好于市场预期，出口的强势导致贸易顺差高企、人民币不断升值、外汇流入增多，对 2021 年中国经济增长贡献巨大。但 2022 年，随着海外经济体生产能力逐渐修复和我国疫情出现反复，出口数据在上半年压力较大。随着复工复产推进，22 年 5 月起出口数据转好，原因一方面是积压货物的集中放行；另一方面在于我国出口景气度仍然较好；8 月起，我国出口数据随着外需下滑而出现回落。纵观全年，我国出口仍然承受着疫情反复、外需走弱、去年高基数等因素的影响，加上世界经济逆全球化程度加深和欧美经济进入衰退通道，2023 年我国出口仍面临一定压力。

固投或缓慢抬升。22 年地产投资持续走弱，Q1 同比增长 0.7%，二季度开始滑落至负增长区间，全年投资同比-10%，跌幅不断加深，拖累固投的整体增长。今年前两月，此前一直疲软的地产开始出现销售数据转好的现象，全年来看，预计地产数据对固投的拖累或将减轻。基建方面，各省今年基建目标均在去年基础上有不同程度的增长，作为政府调控最快见效的固投大项，基建今年将继续保持增长，为经济贡献托底作用。

图：2020 至今我国固投累计同比增速



数据来源：wind，截至 2023 年 2 月

消费复苏预期增强但斜率存疑。消费品零售总额累计增长 3.5%，增长不及市场预期，“消费强复苏”的说法已被证伪。放眼 2023，随着疫情影响的减小和政府稳增长措施的逐步落地，消费边际修复预期增强但斜率可能不会很高。

三、A 股市场情况

全 A 盈利增速有望寻底。2021 年二季度起，全 A 盈利增速较上年大幅回落。此趋势在 2023 年有望扭转。节奏上看，今年上半年，A 股盈利料将继续回落，二季度开始或成功寻底。重点关注高端制造、大消费等行业的边际改善。结合一季度券商预期调整情况，我们发现，Q1 期间净利润预期上修个股中超预期比例，明显高于 Q1 期间净利润预期下修个股中超预期占比：一方面，Q1 期间净利润预期上修个股中超预期占比多在 40%以上；另一方面，Q1 期间净利润预期上修个股中超预期占比较下修中占比高 20%。

A 股估值整体合理。当前万得全 A PE-TTM 仅为 17.94 倍，低于历史均值，股债收益差仍然处于-1X~-2X 标准差之间，预期刚刚从底部回升，A 股指数级下行空间不大（截至 4 月 3 日，Wind）。

四、投资策略

A 股目前呈现极致化交易格局。从基本面看，之前市场中的一些“强复苏”预期已经被证伪，经济仍处于弱复苏趋势未改；以季度视角看，市场对经济继续

回升的预期仍高；从流动性看，降准呵护下，总体资金面“平衡偏宽松”局面未变。总之，A股交易热度稳中有升，市场总体交易量、换手率等交易指标基本稳定，北向资金、两融资金等维持净流入。

目前市场主线中，TMT及电子行业交投高度活跃，合计成交额占比续超40%，但已有下降趋势。在经济基本面变化不大的情况下，短期市场预计仍以结构性机会为主，后续市场风格是否扭转和主线是否变化取决于政府对经济发展和扩大内需给予的新支持政策。行业上，短期建议继续关注并积极配置政策预期较强，业绩压力较小的“政策发力”标的，包括数字经济、中国特色估值、自主可控概念等。

今年以来，随着政策的发力支持和AIGC技术的突破性进展等因素，信创、AI、芯片等“数字经济”概念板块轮番上涨，计算机、通信行业领跑A股。发展科技、实现经济的高质量发展是中国经济发展必经之路，数字中国主题建设相关板块在技术变革下，商业进程有望加速，数据要素价值重估，算力需求快速爆发，叠加国家政策扶持下，可能是今年最有希望成为主线的概念，另外还可适当关注中特估、一带一路等概念。

此外，短期建议增加对“经济复苏扩大内需”线的估值较合理的医药、消费、高景气成长细分行业个股的配置比例，特别是在财报季加大对于景气度高，相对业绩好的标的的关注。随着4月中旬财报集中披露期的到来，不少此类标的近期已有较多调整，如市场定价逻辑转向基本面仍有很强竞争力，中长期配置机会或将凸显。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。本材料中投资策略和分析等内容是基于目前经济环境和市场表现做出的判断，可能随着市场环境变化调整，仅供参考。