

中信证券研究部



秦培景  
首席策略师  
S1010512050004



裘翔  
联席首席策略师  
S1010518080002



杨帆  
政策研究首席  
分析师  
S1010515100001



程强  
宏观经济首席  
分析师  
S1010520010002



李世豪  
策略分析师  
S1010520070004

核心观点

4 月 A 股经历了 AI 主题行情诱发的过度博弈和心态失衡，市场大幅动荡。进入 5 月，国内的经济、政策和外部环境相比 4 月继续不断改善，投资者对经济的预期将在微观体验、宏观数据、A 股业绩三个层面实现统一，投资者心态也将逐步从短暂失衡趋向平稳，市场依然处于全年第二个关键做多窗口，财报季结束后，市场将步入业绩驱动的行市阶段，配置思路上建议坚持高切低，关注上半年景气持续改善的品种。首先，政治局会议提振市场信心，扩内需仍是着力重点，政策预期回归理性，经济内生动能稳步修复，并将得到同比和高频数据验证；外部流动性拐点明确，美国银行业风险不断发酵，但预计对 A 股实质影响十分有限。其次，财报季数据显示，A 股业绩跨年筑底特征明显，全年逐季改善的趋势显现，其中行业的结构性亮点日益清晰，经济预期 5 月将在微观体验、宏观数据、A 股业绩三个层面统一，夯实市场上行基础。最后，预计 5 月 A 股仍处于今年第二个关键做多窗口中，并将步入业绩驱动的行市阶段，投资者心态由短暂失衡趋向平稳。配置上，建议紧扣业绩主线，重点布局医药、数字经济和“一带一路”板块中有业绩亮点的品种，以及其他板块中一季度业绩明显改善，且在二季度有望持续的细分行业。

■ 5 月国内的经济、政策和外部环境相比 4 月继续不断改善。

1) 政治局会议提振市场信心，扩内需仍是着力重点，政策预期回归理性。中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，在前期全面调查研究的基础上，政策开始密集“查漏补缺”。首先，会议判断经济发展呈现回升向好态势，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解；但同时内生动力还不强，需求仍然不足；4 月中国制造业 PMI 读数回落至 49.2 荣枯平衡线下，表明经济恢复仍处于初期；结合会议对经济“复苏但不牢固”的判断，预计较为积极的宏观政策基调有望延续，短期内没有转向风险，有助于稳定市场预期，推动经济持续平稳复苏。其次，会议明确未来要继续“形成扩大需求的合力”，特别是居民消费、年轻人就业和地产投资等方面。再次，在产业政策上，会议着重提出新能源汽车和人工智能两大抓手，二者均有很强的聚合效应，有利于推动高质量发展。最后，会议延续了呵护民企与外资预期的政策基调，有助于提振市场主体信心。会议标志着经济复苏的第一个观察期收尾，4 月分歧较大的政策预期预计在 5 月将回归理性，国内基本面修复的政策支撑较强。

2) 经济内生动能稳步修复，并将得到同比和高频数据验证。一方面，除了上述政策外，二季度财政和货币政策仍在偏宽松的区间，不断修复经济内生复苏动力，财政政策方面，预计将加快地方政府专项债券发行和使用，保持较高的财政支出强度，围绕制造业高质量发展等方面或推出结构性税费优惠。货币政策方面，中信证券研究部固收组判断，二季度主要着力点在于结构性货币政策工具，而回顾我国利率市场化改革进程，并结合当前银行经营情况和经济修复节奏来看，存款市场利率和 MLF 利率都可能进一步下调的空间。另一方面，经济复苏将不断得到数据验证，由于基数原因，预计大部分指标 4、5 月的同比提升将非常明显，二季度 GDP 同比增长在 8%~10%。今年“五一”假期出行需求火爆，假期前 3 天全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量比 2022 年同期增长 162%，相比 2019 年增长 3%，预计 4、5 月经济恢复的亮点在服务业、出行链、基建等主线将得到数据印证。

3) 外部流动性拐点明确，美国银行业风险对 A 股实质影响有限。货币环境方面，金融风险倒逼下，海外流动性拐点预计将在 5 月坐实。一方面，继硅谷银行后，5 月 1 日第一共和银行宣布关闭，叠加美国国债上限问题，可能导致货币市场与债券市场波动加大，预计美联储在 5 月初的议息会议上加息 25bps 后将结束本轮加息周期。另一方面，日本通胀趋势将维持，结合日本央行新任行长植田和男的首次表态，预计日银最快要等到 6~7 月才有可能进一步修改前瞻指引，此后有可能退出宽松，在 5 月不会有实质收紧动作。地缘环境方面，预计影响外资配置节奏的风险因素将持续改善。中央政治局会议强调要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘，预计 2023 年中美关系仍将在“竞争而不



**杨家骥**  
策略分析师  
S1010521040002



**崔崑**  
海外宏观经济首席  
分析师  
S1010517040001



**联系人：徐广鸿**  
海外策略首席

冲突”的基调下运行，而围绕 2023 年“一带一路”峰会、金砖国家峰会、中国-中亚峰会的外交突破，将是对外合作的突出亮点，各方在基建、新能源、数字经济等领域的合作值得期待。

■ **A 股业绩跨年筑底特征明显，全年逐季改善趋势显现，结构性亮点日益清晰。**

**1) A 股业绩跨年筑底修复特征明显，2023 年全年逐季改善可期。**最新披露的财报数据显示，2022 年全年 A 股盈利增速伴随实体经济逐季下滑，并在 2022Q4 见底；2023Q1 盈利增速已明显修复，且初期结构性特征明显：全部 A 股/非金融 2022Q4 净利润单季同比增速-8.1%/-21.6%，2023Q1 上升至+2.7%/-4.4%，全年逐季改善趋势显现。结构上，行业间资本开支分化明显，行业内龙头集中度明显提升。一方面，本轮 A 股资本开支修复始于社融增速见底的 2022Q1，此后全部 A 股资本开支持续扩张，2022Q4、2023Q1 单季同比增速达到 23%/12%，其中行业之间分化明显，过去 2 个季度同比增速均超过 50%的二级行业包括化学纤维、计算机设备、云服务、文娱轻工、运输设备、煤炭开采洗选、发电及电网、乘用车等。另一方面，疫后复苏下，各行业内部盈利集中度有所提升，龙头相对占优：宽基指数层面，过去 2 个季度上证 50/沪深 300 盈利同比增速明显好于中证 500/中证 1000。

**2) 预计二季度 A 股盈利将持续修复，关注亮点日益清晰的品种。**结合最新的财报数据和中信证券研究部各产业组展望，二季度基本面趋势亮点如下。**消费**已经进入盈利逐季兑现的过程中，其中商贸零售、消费者服务、医美表现为低基数、高增速、高弹性，此外白酒、零食和地产后周期的黑电盈利也具有明显韧性。**医药**剔除新冠相关的业务后整体疫后复苏也很明显，医疗器械、创新药、中药一季报普遍超预期，龙头公司能达到 30%左右的单季度净利润增速，创新类中小公司业绩弹性更大，且二季度有望延续。**制造业**重点关注投资高增速的行业和出口高景气产品，尤其龙头公司盈利能力明显更强，尽管市场对于部分成长制造领域的盈利持续性有所担忧，但投资维持高增速的电网、风电，排产开始改善的锂电，出口高景气的机械产品有望在中报持续复苏。**科技板块**内部盈利分化显著，订单导向的半导体设备、通信设备是主要盈利增长点，此外，主营业务扎实且有新业务贡献业绩弹性的行业也值得关注，包括运营商、部分软件公司、出版、广告。**周期**板块建议重点关注煤炭、油气、电力、大炼化，地产链相关品种中报预计依然承压。

■ **A 股仍处于今年第二个关键做多窗口，布局业绩驱动的五月行情。**

**1) 5 月 A 股依然处于今年第二个关键做多窗口期。**当前市场交投依然活跃，两市日均成交超万亿已成为常态，两融成交占比已回到 2021 年年中的水平。趋势上，全球流动性和国内基本面两大拐点确立后，将不断被事件和数据验证，在 5 月，随着政策、经济和外部环境进一步好转，经济预期在微观体验、宏观数据、A 股业绩三个层面统一，市场上行基础不断得到夯实。情绪上，过去两个月市场行情极端化，基金产品收益差距拉大，特别是 AI 板块结构性行情加速后，4 月投资者心态失衡和过度博弈下市场大幅动荡，预计 5 月内外环境好转后，投资者心态趋向平稳，基本面重要性逐步提升。交易上，4 月 10 日以来 AI 主题 ETF 累计收益率中位数为-9.8%，其他非 AI 主题 EFT 为-4.0%；AI 主题板块内仅传媒依然强势，而其整体已阶段性失去靠配置获取超额回报的特征，板块的流动性虹吸效应 5 月有望继续缓解。

**2) 从失衡到平稳，布局业绩驱动的五月行情。**首先，医药是疫后修复确定性最高的品种，建议关注全球流动性拐点和管线研发催化的**创新药**，疫后复苏的创新**医疗器械**，受益医疗新基建的设备板块，以及产业逻辑和业绩驱动的**中药创新**。其次，数字经济和“一带一路”依然是全年级别的主线，前者建议关注业绩开始兑现的**半导体设备、通信设备、信创**；后者建议关注优质企业出海，以及**新老基建、能源领域**的潜在合作。最后，建议围绕上半年业绩持续修复且有望超预期的细分品种布局，其中消费板块关注业绩持续兑现的**消费者服务、医美、白酒、零食**等；制造板块关注受益于投资高增速的**电网、风电、光伏材料**，景气底部反转的**锂电**龙头，基建和一带一路出口相关的**机械设备**；周期板块关注**煤炭、油气、电力、大炼化**。

■ **风险因素：**疫情影响超预期；中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

## 目录

5 月国内的经济、政策和外部环境相比 4 月继续不断改善.....	5
政治局会议提振市场信心，扩内需仍是着力重点，政策预期回归理性 .....	5
经济内生动能稳步修复，并将得到同比和高频数据验证 .....	7
外部流动性拐点明确，美国银行业风险对 A 股实质影响有限 .....	11
<b>A 股业绩跨年筑底特征明显，全年逐季改善趋势显现，结构性亮点日益清晰 .....</b>	<b>17</b>
A 股业绩跨年筑底修复特征明显，2023 年全年逐季改善可期 .....	17
二季度 A 股盈利将持续修复，关注亮点日益清晰的品种 .....	23
<b>A 股仍处于今年第二个关键做多窗口，布局业绩驱动的五月行情 .....</b>	<b>25</b>
5 月 A 股依然处于今年第二个关键做多窗口期.....	25
从失衡到平稳，布局业绩驱动的五月行情.....	27
<b>风险因素 .....</b>	<b>28</b>

## 插图目录

图 1：人民币贷款加权平均利率（%） .....	9
图 2：商业银行净息差（%） .....	9
图 3：金融机构存贷款同比增速情况（%） .....	10
图 4：4 月制造业 PMI 回到收缩区间 .....	10
图 5：4 月服务业和建筑业景气水平平均位于临界值以上 .....	10
图 6：市场对 12 月终点利率的预期和概率（bp） .....	12
图 7：美债收益率下行有利全球成长.....	12
图 8：今年美国财政部的个人所得税收入较去年同期明显减少 .....	13
图 9：美国债务上限在历史上曾被多次暂停或上调.....	13
图 10：美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献 .....	14
图 11：美国实际 GDP 及主要分项的环比折年率 .....	14
图 12：美国居民截至今年 2 月的累计超额储蓄仍余近 1 万亿美元.....	14
图 13：欧元区 HICP（%）分项显示通胀实际仍在持续 .....	15
图 14：东京 4 月核心 CPI 同比超预期回升.....	16
图 15：2023Q1 开始全 A/非金融单季度盈利同比增速回暖 .....	19
图 16：2023Q1 工业板块整体承压，消费和金融表现亮眼.....	19
图 17：2022 年以来全部 A 股资本开支整体回升至较高的增速 .....	20
图 18：中信一级行业层面，资本开支分化十分显著.....	21
图 19：主要宽基指数过去 2 个季度净利润同比增速.....	21
图 20：3 月中下旬 AI 行情加速之后，主动股基 YTD 累计收益率的分布差距进一步加大（%） .....	25
图 21：去年四季度对 TMT 仓位大致相当的情况下，规模越小的产品在今年一季度向 TMT 调仓的幅度越大（%） .....	26
图 22：仅传媒板块仍保持强势.....	26
图 23：两融成交占比不断上行.....	27
图 24：4 月北向资金流入放缓 .....	27

## 表格目录

表 1: 2023 年 4 月中央政治局会议与 2022 年中央经济工作会议对比 .....	6
表 2: 结构性货币政策工具情况表 .....	8
表 3: 我国存款利率市场化重要事件 .....	9
表 4: 近期我国外交相关新闻 .....	16
表 5: 2022 年年报和 2023 年一季报净利润增速一览 .....	18
表 6: 过去 2 个季度二级行业盈利集中度变化 (按照 2023Q1 盈利集中度降序排序) ..	22
表 7: 中信重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算同比增速 .....	24

## ■ 5 月国内的经济、政策和外部环境相比 4 月继续不断改善

### 政治局会议提振市场信心，扩内需仍是着力重点，政策预期回归理性

中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，在前期全面调查研究的基础上，政策开始密集“查漏补缺”，前期内外分歧较大的政策预期回归理性。

会议对经济运行的判断为“复苏但不牢固”，具体对经济运行给出了两重判断：一方面，经济发展呈现回升向好态势，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解；另一方面，内生动力还不强，需求仍然不足。当前我国经济运行好转主要是恢复性的，尽管一季度经济增长好于预期，但仍然面临较多结构性问题，集中体现在青年失业、工企盈利、地产开发以及大宗商品消费等方面。政治局会议对当前中国经济的运行状况做出了准确、客观的评价，既肯定了我国经济开局良好，经济增长好于预期，三重压力得到缓解，也指出了我国经济运行好转主要是恢复性的，是疫情防控平稳转段后的自发修复，内生动力还不强，需求不足仍然是值得关注的问题。在此判断下，较为积极的宏观政策基调有望延续，短期内没有转向风险，有助于稳定市场预期，推动经济持续平稳复苏。此外，会议强调政策的目标是“经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”，因此政策需要持续推动经济好转，并非一到两个季度的好转就会带来政策的转向，我们建议逐步改变对经济基本面和政策跷跷板的博弈心态。

会议明确未来要继续“形成扩大需求的合力”，特别是居民消费、年轻人就业和地产投资等方面。此次会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。我们认为，在基建投资、高技术产业投资需求相对比较确定，而外需又无法控制的背景下，下一步政策关键发力点在于改善偏缓的内需领域，特别是居民消费、年轻人就业和地产投资等方面。（1）关于促消费。会议强调“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。1 季度居民人均可支配收入实际同比增长 3.8%，低于 1 季度 GDP 增速，3 月消费的两年平均增速也较前值有所放缓，近期发改委曾在新闻发布会上表示在起草恢复和扩大消费的政策文件，此次会议着重强调利用“五一”假期窗口期重点推进文化旅游等服务消费，有望取得良好的消费促进效果。改善消费环境，则可对应到购物中心、生活圈等消费基础设施建设。（2）关于扩就业。会议强调“强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业”。此前 4 月 26 日国办专门发文优化调整稳就业政策措施。我们认为在年内三大目标“稳增长、稳就业、稳物价”的第 1、3 条基本无忧背景下，考虑 3 月年轻人失业率再次上行至 19.6% 的情况，预期政府将调动更多资源服务稳就业目标。（3）关于稳地产。此次会议重申了一贯的地产政策表述，推进因城施策、支持刚性和改善性住房需求。这说明对地产整体支持的政策风向不变，特别是对于刚需刚改群体和房价同环比有下降压力城市，还有望加大政策支持力度。房地产预期企稳将促进地产投资和施工建设，进而缓解 3 月份地产投资降幅略扩大的问题。总体看，当前扩大内需战略抓手精准、力度不减，有望在 2 季度经济复苏期实现更好政策效果。

在产业政策上，会议着重提出新能源汽车和人工智能两大抓手，二者均有很强的聚合

**效应，推动高质量发展。**一方面，新能源汽车是稳消费、促投资、扩内需的重要聚合点。一季度新能源汽车销量 158.6 万辆，同比增长 26.2%；2022 年全年和 2023 年一季度新能源汽车整车制造业引资同比分别增长 138.7%和 179.1%；一季度我国新能源汽车出口额 95.5 亿美元，占汽车出口比重提升至 44.7%。然而，面对环比销量下降和价格战去库存，政策层将采取更多手段：（1）会议提出加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；（2）4 月 19 日发改委提出大力推动新能源汽车下乡，加快实施公共领域车辆全面电动化先行区试点；（3）《推动外贸稳规模优结构意见》提出培育汽车出口优势，引导汽车企业与航运企业签订中长期协议，鼓励中资银行在海外提供金融支持等。另一方面，人工智能作为十八大以来反复强调的新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量，此次会议提出营造创新生态，重视防范风险。早在 2018 年 10 月的政治局集体学习中，习近平总书记就强调做好规划，明确任务，夯实基础，促进同经济社会发展深度融合，推动我国新一代人工智能健康发展。而如何使人工智能最大限度地为人类造福而不是带来伤害，早已成为全球命题，4 月 11 日发布的《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》代表我国已关注到相关社会治理问题。预计后续风险防范既包括数字伦理道德，也包括数字安全监管等。

**会议也延续了呵护民企与外资预期的政策基调，有助于提振市场主体信心。**会议强调要坚持“两个毫不动摇”，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气，推动平台企业规范健康发展，延续了 2022 年底中央经济工作会议和 2023 年全国两会的政策基调。2023 年 4 月深改委会议也审议通过了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，预计支持民营企业发展将逐步从政策基调层面扩展至政策落地层面，以真招实招贯彻政策部署。

**此外，会议还提出要防范化解金融、地产以及地方政府债务等重点领域的风险，实现稳中求进。**金融方面，今年国务院机构改革成立了国家金融监督管理总局，统一负责除证券业之外的金融业监管，并提出建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，未来对于中小银行、保险和信托机构改革化险工作正在提上日程。房地产方面，整体仍保持“房子是用来住的、不是用来炒的”和“因城施策”等政策基调，今年保交楼、保民生、保稳定工作仍是防范房地产市场风险的首要之举，此外会议还提出要加强各类城市基建和保障性住房规划建设。地方政府债务方面，会议指出要加强管理并严控新增隐性债务，此前 2023 年 2 月 16 日总书记在《求是》杂志发表的《当前经济工作的几个重大问题》提到了对地方政府债务化解的思路，包括优化期限、降低利息、隐性债务和法定债务合并监管等，因此虽然今年地方政府债务存在一定的集中到期压力，但是地方政府债务风险势必将得到有效化解。

表 1：2023 年 4 月中央政治局会议与 2022 年中央经济工作会议对比

	中央政治局会议	2022 年中央经济工作会议
经济表述	当前我国经济运行好转主要是恢复性的， <b>内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力</b> ，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	当前我国 <b>经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大</b> 。外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深，但我国经济韧性强，潜力大、活力足，要坚定做好经济工作的信心。
经济工作思路	<b>恢复和扩大需求</b> 是当前经济持续回升向好的关键所在。	明年要坚持稳字当头，稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
宏观政策	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力， <b>形成扩大需求的合力</b> 。要改善消	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财

费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。

稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>因城施策</b> ，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进 <b>城中村改造</b> 和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设 <b>保障性住房</b> 。	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。同时要坚决依法打击违法犯罪行为，支持刚性和改善性住房需求。 <b>要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位</b> ，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
产业政策	要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要 <b>逆势而上，在短板领域加快突破</b> ，也要 <b>顺势而为，在优势领域做大做强</b> 。要 <b>巩固和扩大新能源汽车发展优势</b> ，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要 <b>重视通用人工智能发展，营造创新生态</b> ，重视防范风险。	加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。 <b>加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系</b> ，提升国家战略物资储备保障能力。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中 <b>大显身手</b> 。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。
科技政策	要夯实科技自立自强根基，培育壮大 <b>新动能</b> 。	科技政策要聚焦自立自强，要有力统筹教育科技人才工作，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位，提高人才自主培养质量和能力。
对外开放	扩大高水平对外开放。要 <b>把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘</b> 。要 <b>支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试</b> 。	要继续发挥出口对经济的支撑作用。四是更大力度吸引和利用外资，要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度，要积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系学和数字经济伙伴关系协定等高标准经贸协议，主动对照相关规则，规制管理标准，深化国内相关领域改革，要为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利。
民生	要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道， <b>稳定农民工等重点群体就业</b> 。	落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。

资料来源：新华社，央视新闻，中信证券研究部

## 经济内生动能稳步修复，并将得到同比和高频数据验证

### 二季度财政和货币政策仍在偏宽松的区间，不断修复经济内生复苏动力。

**预计财政政策将推动巩固经济回升势头。**本次政治局会议关于财政和货币政策的表述篇幅较短，定调为“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”。这与 3 月 5 日全国两会的政府工作报告和去年 12 月的中央经济工作会议保持一致。会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，并将财政和货币政策的共同目标定为“形成扩大需求的合力”。中信证券研究部政策组预计财政政策将推动巩固经济回升势头，加快地方政府专项债券发行和使用，保持较高的财政支出强度，围绕制造业高质量发展等方面或推出结构性税费优惠。

### 货币政策方面，中信证券研究部固收组判断，二季度货币主要着力点在于结构性货币

政策工具，而回顾我国利率市场化改革进程，并结合当前银行经营情况和经济修复节奏来看，存款市场利率和 MLF 利率都可能进一步下调的空间。

二季度货币政策主要着力点在于结构性货币政策工具。截至 3 月末，结构性货币政策工具共有 17 项，余额约 6.8 万亿元，有效引导了金融机构合理投放贷款，促进金融资源向重大领域和薄弱环节倾斜。此前货政一季度例会对于结构性工具的表述，在删去“做加法”的同时强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，“聚焦重点”，意味着宏观政策更多关注扩大内需、改革创新和防范化解风险等经济重要领域，“合理适度”表明政策力度较疫情期间将有所回调。中信证券研究部固收组认为二季度货币政策主要着力点在于结构性货币政策工具，未来再贷款、再贴现等长期性工具还将延续，叠加仍在实施期的阶段性工具，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供持续的支持。

表 2：结构性货币政策工具情况表

	工具名称	支持领域	发放对象	利率 (1 年期)	额度 (亿元)
长期 工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2% (6M)	7050
阶段性 工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2% (激励)	400
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21 家全国性金融机构	1.75%	8000
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁资源高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000
	科技创新再贷款	科技创新企业	21 家全国性金融机构	1.75%	2000
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21 家全国性金融机构	1.75%	2000

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

而回顾我国利率市场化改革进程，并结合当前银行经营情况和经济修复节奏来看，存款市场利率和 MLF 利率都可能进一步下调的空间。

历经了近 20 年的改革后，我国在 2015 年完成了名义上的存款利率市场化。为了确保存款市场稳定运行，仍然需要不断改善利率自律机制，优化存款利率自律管理。在政策和市场影响下，利率整体趋于下行，去年就出现了两次银行集体下调存款利率的情况。从监管趋势来看，存款利率下调是央行推动实体融资降成本的改革必经之路，通过存款利率市场化调整机制，稳定乃至降低银行负债成本，最终推动降低企业综合融资成本。

表 3：我国存款利率市场化重要事件

时间	事件
1999 年 10 月	人民银行批准中资商业银行法人对中资保险（放心保）公司法人试办由双方协商确定利率的大额定期存款（最低起存金额 3000 万元，期限在 5 年以上不含 5 年）
2000 年 9 月	放开 300 万美元（含 300 万）以上的大额外币存款利率
2002 年	协议存款试点范围扩大到全国社会保障基金理事会和已完成养老保险个人账户基金改革试点的省级社会保险经办机构
2003 年 7 月	放开了英镑、瑞士法郎、加拿大元的外币小额存款利率管制
2003 年 11 月	国家邮政局邮政储汇局获准与商业银行和农村信用社开办邮政储蓄协议存款；对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理
2004 年 10 月	放开人民币存款利率下限管理
2012 年 6 月	将存款利率的上浮区间调整为基准利率的 1.1 倍
2014 年 11 月	将存款利率的上浮区间调整为基准利率的 1.2 倍，并放开 5 年期定期存款利率
2015 年 3 月	将存款利率的上浮区间调整为基准利率的 1.3 倍
2020 年 4 月	中共中央国务院提出：“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”
2021 年 6 月	人民银行指导利率自律机制优化存款利率自律上限形成方式由基准利率乘以一定倍数改为加上一定基点

资料来源：易纲《中国改革开放三十年的利率市场化进程》，中国政府网，中信证券研究部

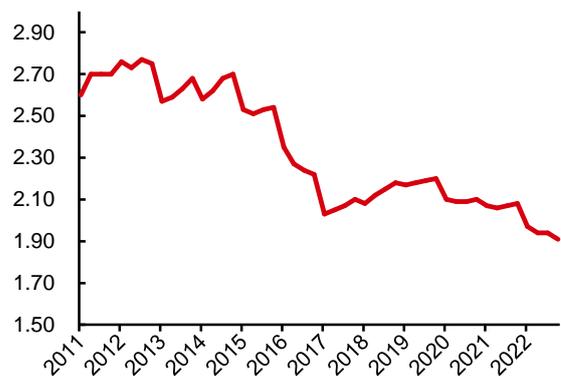
**当前存款利率存在下调的可能。**①需求性：缓解息差压力，避免资金空转，刺激居民消费。其一，在金融支持实体的背景下，贷款利率显著下行，然而银行的负债成本保持相对刚性，息差持续压缩，加大了经营压力。其二，较低的贷款利率和较高的存款利率客观上给资金空转提供了空间，“跑冒滴漏”现象亟待打击消除。其三，调降存款利率可以降低居民或企业的储蓄意愿，有助于刺激消费和投资。②可行性：存贷增速差走高，银行揽储压力边际下滑。2022 年居民部门积聚了大量超额储蓄，银行负债端资金供给充足，揽储压力边际下滑，存款利率调降具备可行性支持。

图 1：人民币贷款加权平均利率（%）



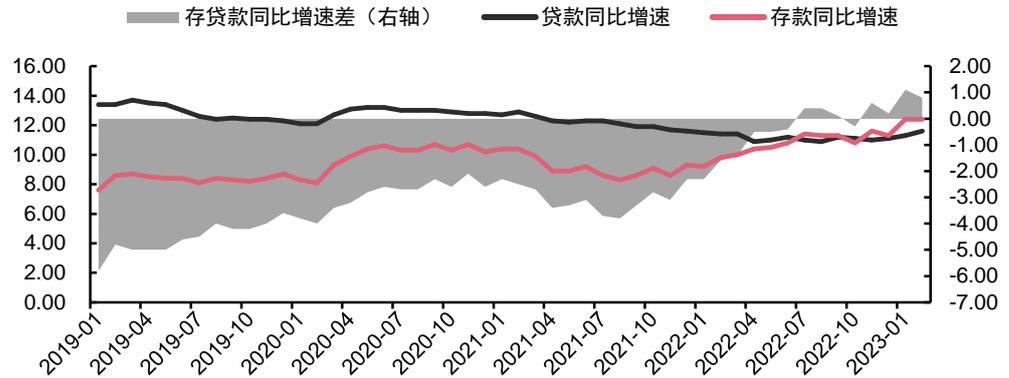
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：商业银行净息差（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

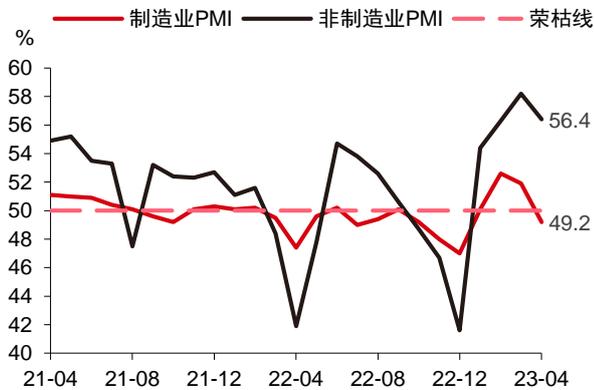
图 3：金融机构存贷款同比增速情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

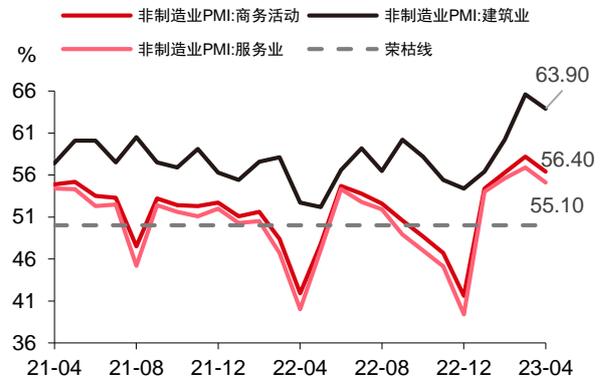
**制造业景气水平有所回落，非制造业延续复苏。**4 月制造业采购经理指数为 49.2%，较上月下降 2.7 个百分点。其中，制造业生产保持增长，4 月 PMI 生产指数为 50.2%，较上月下降 4.4 个百分点；但制造业需求水平不足，新订单指数为 48.8%，较上月下降 4.8 个百分点。非制造业方面，4 月份非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月下降 1.8 个百分点，景气水平保持在较高区间。

图 4：4 月制造业 PMI 回到收缩区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：4 月服务业和建筑业景气水平平均位于临界值以上



资料来源：Wind，中信证券研究部

**4 月经济保持正常的修复速度，但内生动能还需政策呵护。**在 1 季度 GDP 实现 4.5% 的较高增速水平之后，4 月经济延续修复，高频数据显示出“服务业高度景气、基建实物量稳步形成、地产销售端回暖、消费企稳”等特点，不过也需注意“工业内部分化、大宗商品价格下行、外需走弱”等潜在问题。具体来看（基于中信证券研究部宏观组跟踪的 Wind 高频指标）：（1）交通运输指标持续景气：4 月地铁客运量在历史高位基础上进一步提升，我们关注的 10 城地铁客运量日均 529 万人次，同比增长 86%，较 2019 年增长 6%；整车货运物流指数在清明节后持续提升；反映商务运行的国内航班执行数到 4 月底达 1.3 万架次（7 日平均），超出春节高峰水平。（2）基建实物量稳步形成：4 月水泥实物量指标持续提升，不过，石油沥青装置、螺纹钢厂开工率居于年内高位但在 4 月中下旬略有回落，建

材价格回落较快。(3) 工业情况分化。4 月表现较好的指标为高炉开工、PTA 开工、纯碱开工（可表征玻璃、地产竣工）、汽车全钢胎开工率等指标，表现欠佳的指标为 PVC 开工（建材之一）、织造聚酯开工等。(4) 消费稳步复苏。4 月电影票房明显好于去年，基本等同 2021 年同期；乘用车消费好于历史平均水平；不过，多数电子消费品价格仍在环比下行。(5) 地产需求端好于开发端。4 月 30 城商品房日均成交面积同比提升 34%，二手房价降幅收窄，但百城土地成交规建面积、成交额分别下降 11%、38%，反映拿地端特别是拿地价仍然偏弱。(6) 外贸形势依旧严峻。从 4 月中国出口、进口集装箱运价指数看，基本均延续一直以来的下降趋势，仅在 4 月末出口运价开始企稳回升。

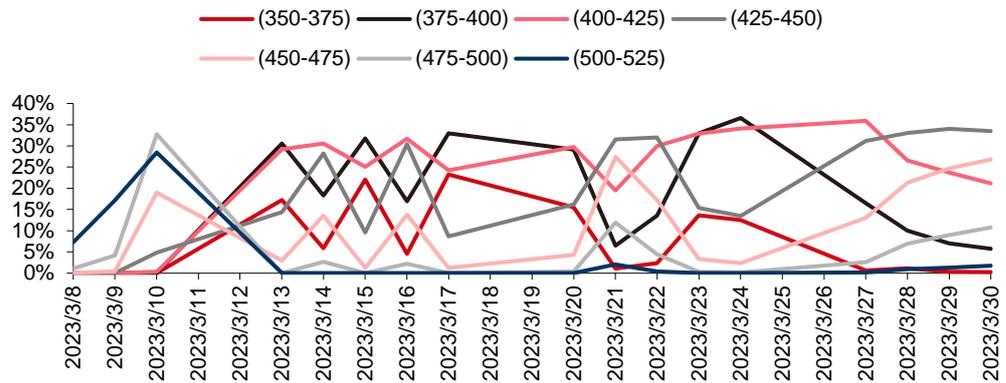
**五一假期出行需求火爆，建议重点关注服务业、出行链、基建等得到基本面数据印证的领域。**根据交通运输部数据，4 月 29 日至 5 月 1 日（劳动节假期前 3 天），全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 15932.4 万人次，比 2022 年同期增长 161.9%。其中，铁路预计发送旅客 5349.2 万人次，比 2022 年同期增长 460.9%；公路预计发送旅客 9720 万人次，比 2022 年同期增长 99.7%；水路预计发送旅客 334.2 万人次，比 2022 年同期增长 86.2%；民航预计发送旅客 529 万人次，比 2022 年同期增长 546%。在低基数效应下，4 月主要经济指标预计保持较高改善，特别是社零增速、工业增加值增速均有望实现两位数以上增长。“五一”假期显示文旅服务消费火热，有望带动景区设施投资建设信心。4 月底政治局会议明确要推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善，整体稳增长政策力度并未衰减。建议资产配置结构顺高频数据指标而行，重点关注服务业、出行链、基建等方向，并前瞻关注大件消费等复苏。

## 外部流动性拐点明确，美国银行业风险对 A 股实质影响有限

**货币环境方面，海外流动性拐点预计将在 5 月坐实：**

**第一共和银行已被接管，金融风险倒逼下，预计美联储在 5 月初的议息会议上加息 25bps 后将结束本轮加息周期。**硅谷银行之后陆续有其他欧美银行爆发挤兑危机和流动性风险，第一共和银行（First Republic Bank）同样也遭受挤兑危机。3 月 16 日，美国六大行领衔的 11 家华尔街大型银行决定向第一共和银行注入 300 亿美元资金，以防止地区银行业危机进一步蔓延。其中，摩根大通、美国银行、花旗集团、富国银行将各存入 50 亿美元，高盛和摩根士丹利各出资 25 亿美元，PNC 金融服务集团、纽约梅隆银行、Truist Financial Corp、US Bancorp、道富银行各自出资 10 亿美元。然而此次注资仍无法解决第一共和银行的流动性问题，一季报显示存款当季流出逾 1000 亿美元，3 月 8 日区域性银行危机爆发以来股价跌幅超 95%。5 月 1 日，美国加利福尼亚州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，由银行业监管机构联邦储蓄保险公司接管。后者为寻找买家接手这家濒临破产的银行资产，上周末紧急组织竞拍，最终由摩根大通银行收购第一共和银行全部储蓄存款和剩余资产。2023 年 3 月美联储议息会议加息 25bps，将联邦基金利率的目标区间上调至 4.75%-5%，符合市场预期，为 2007 年以来的最高水平。而考虑欧美银行的金融风险问题以及美国就业市场的降温趋势，预计本轮加息周期或已接近尾声。根据中信证券研究部海外宏观组的观点，5 月议息会议是否继续加息取决于未来美国银行业危机的持续与否以及通胀就业数据是否显示超预期的韧性，预计美联储 5 月仍将继续加息 25bps 并结束本轮加息。

图 6：市场对 12 月终点利率的预期和概率（bp）



资料来源：CME，中信证券研究部 截至 2023 年 3 月 30 日

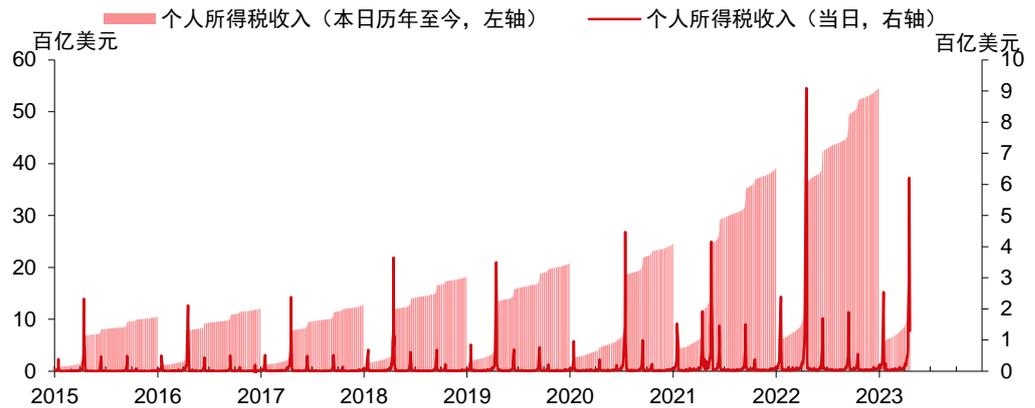
图 7：美债收益率下行有利全球成长



资料来源：Wind，中信证券研究部

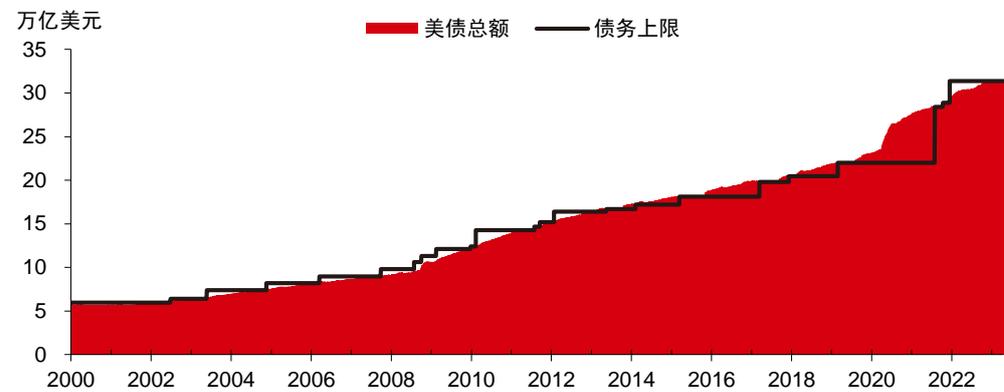
**美国国债上限问题可能导致货币市场与债券市场波动加大，但不会造成系统性风险。**在 2021 年 12 月国会勉强成功上调债务上限至 31.4 万亿美元后，美国联邦债务规模继续攀升，并在 2023 年 1 月 19 日再次触及债务上限。在税收同比减少与国会两党僵持这两个因素的催化下，近日市场对美国债务上限问题的担忧情绪再次升温。财政部长耶伦已宣布实施特别措施（extraordinary measures）并进入暂停发债期（debt issuance suspension period, DISP），她亦预计特别措施可允许美国在今年 6 月上旬之前避免因耗尽现金而违约。在债务上限被上调或暂停之前，财政部可利用特别措施和一般账户余额这两大途径延缓预计债务违约日的到来。从负面影响看，避险情绪升温可使短端收益率上行，但其影响未必外溢到美元等其它资产；从对市场波动的影响看，债务上限问题未解决、财政部潜在回购细节未公布这两方面的不确定性可能会提高货币市场与债券市场的波动程度。但从立法流程、党派意向、后备方案等三个角度来看，中信证券研究部海外宏观组认为美债违约的风险仅属于尾部风险，而且历史上美债从未因债务上限问题发生实质违约。所以我们认为美债在今年 6 月违约的风险仍然较小，债务上限问题可能导致货币市场与债券市场加大波动，但总体而言预计其直接影响有限。

图 8：今年美国财政部的个人所得税收入较去年同期明显减少



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

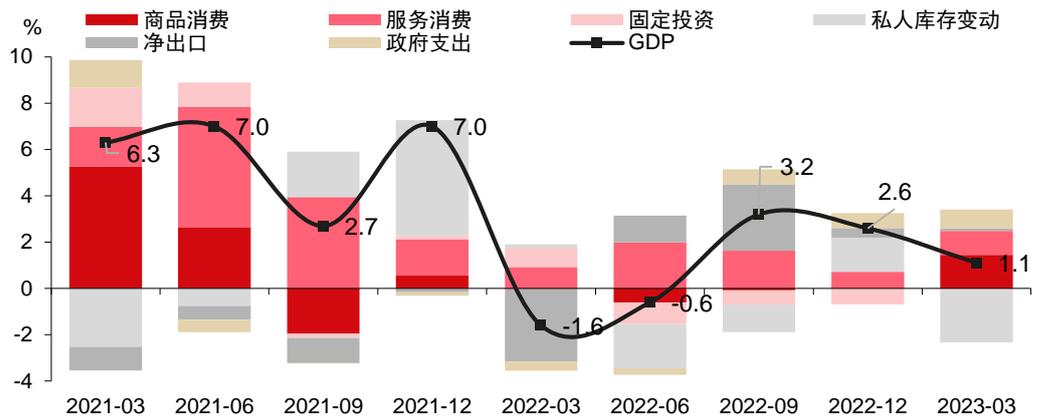
图 9：美国债务上限在历史上曾被多次暂停或上调



资料来源：Wind，中信证券研究部

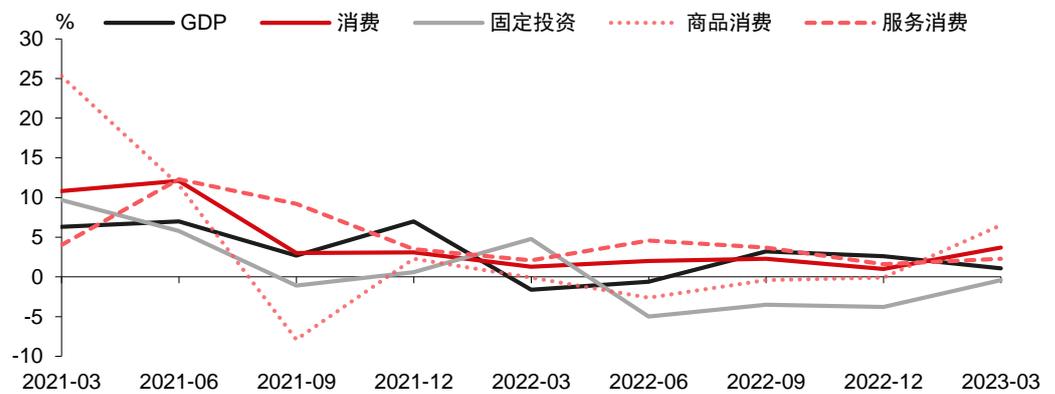
**预计今年三季度末到四季度初美国经济将进入实质性衰退。**4 月 27 日，美国商务部经济分析局公布了 2023 年第一季度美国 GDP 增速初值，实际 GDP 季调环比折年率录得 1.1%，不及市场预期的 2.0%和前值的 2.6%。从以下三方面来看，预计美国经济在今年三季度末或四季度初进入衰退：（1）在消费需求方面，随着加息对经济动能的抑制影响持续与劳动力市场的降温，预计消费支出增长的势头将会逐渐放缓，不过在超额储蓄耗尽、劳动力市场充分降温前，居民收入与财政状况仍将保持较健康的状态，消费需求或将续显韧性。（2）在投资需求方面，经济景气下行、订单增速放缓可能已是企业共识，在近期产能利用率有所下降的背景下，美国企业扩大资本开支的意愿不高，预计设备投资需求将在今年延续颓势，并对非住宅投资需求形成拖累；房地产市场已经明显降温，抵押贷款利率正处于十年来的高位、且预计将在此利率水平停留较久，同时美国的银行业风波可能加剧信贷状况收紧，总体而言居民住宅投资需求趋缓的大趋势或难以逆转，房地产市场需求难有大幅改善空间。（3）从内需的角度看，考虑到美国居民实际收入增长仍有韧性、超额储蓄大约在今年四季度初耗尽、预计失业率以今年 10 月前后为加速转折点，且在基准情形下预计美联储今年全年都不降息，我们预计美国经济将在年内延续缓慢降温趋势，居民部门将在今年三季度末或四季度初起较明显地承受经济下行的压力，预计届时是美国经济进入实质性衰退的时点。

图 10: 美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献



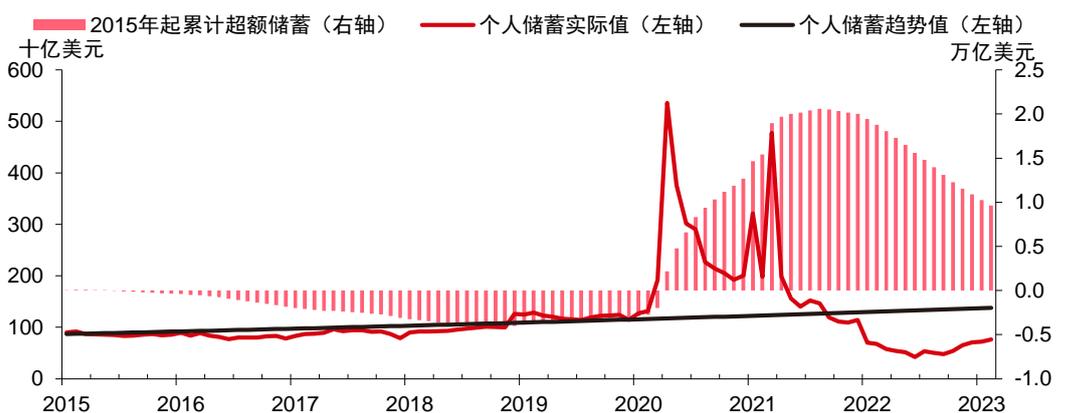
资料来源: 美国商务部经济分析局, Bloomberg, 中信证券研究部

图 11: 美国实际 GDP 及主要分项的环比折年率



资料来源: 美国商务部经济分析局, Bloomberg, 中信证券研究部

图 12: 美国居民截至今年 2 月的累计超额储蓄仍余近 1 万亿美元

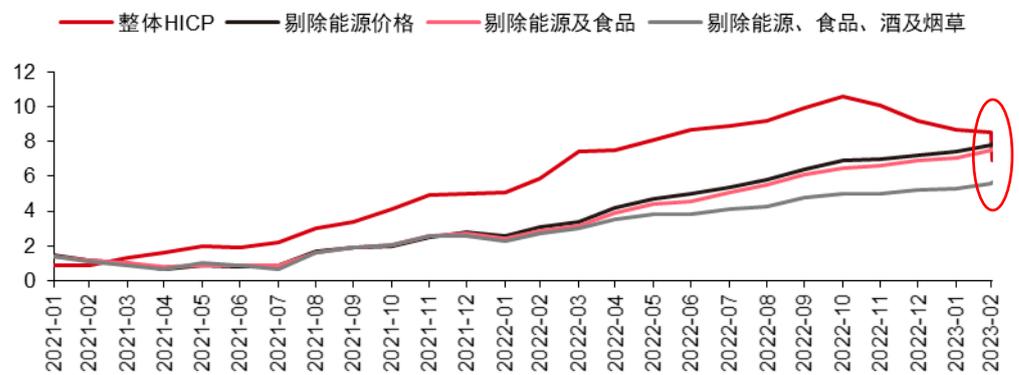


资料来源: FRED (个人储蓄实际值), 中信证券研究部测算

受核心目标通胀压力制约, 预计欧央行 5 月将加息 25~50bps, 后续还有 3 次加息窗口。欧央行 3 月议息会议再度加息 50bps, 量化紧缩计划照常。会上欧央行表示重回“数据依赖”的决策方式, 强调通胀在过高水平维持过久, 提出物价稳定与金融稳定之间并非

权衡关系，首要目标仍是抗通胀，使通胀回到 2%水平。欧盟统计局公布的数据显示，3 月欧元区整体 HICP 从 2 月的 8.5%暴跌至 6.9%，但是，剔除能源以及食品后的欧元区 HICP 同比增长 7.5%，高于 2 月时的 7.4%，意味着欧元区的核心通胀实际仍在持续向上。近期多位欧央行官员放出鹰派言论，据彭博，4 月 12 日欧洲央行管理委员会成员 Robert Holzmann 表示，通胀率居高不下，仍有理由在 5 月份的会议上将利率再上调 50bps。金融风险问题是近日欧美央行共同的当务之急，但市场仍不应因此而忽略欧元区的高通胀局面。虽然欧元区总体 HICP 同比读数已在去年 11 月出现拐点，但核心 HICP 同比读数仍在走高，欧元区的通胀形势比美国更严峻。在劳动力市场持续紧俏的宏观背景下，欧元区薪资增长的惯性或仍在持续，成为妨碍欧元区通胀进一步回落的阻力。因此，欧元区的通胀黏性仍强，在金融风险可控的前提下，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，我们预计 5 月将加息 25~50bps，后续还有 3 次加息窗口。

图 13：欧元区 HICP（%）分项显示通胀实际仍在持续

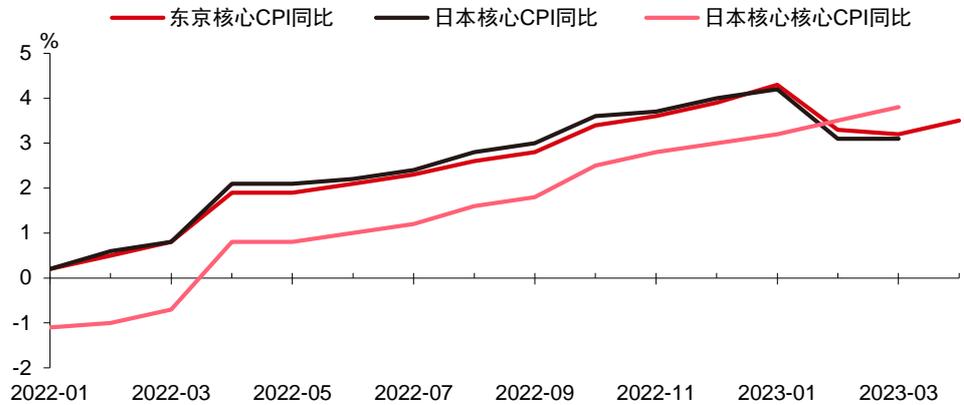


资料来源：Eurostats，中信证券研究部

日本通胀趋势将能维持，预计日银最快要等到 6 月或 7 月就会进一步修改前瞻指引，此后即有可能开启退出 YCC 的进程，在 5 月不会有实质收紧动作。日本 3 月的核心 CPI 同比与 2 月持平，仍然维持在 3.1%的水平；而核心核心 CPI 同比更是在 3 月进一步上行，达到 3.8%，是 1991 年日本平成经济泡沫破裂以来的最高值。较有前瞻性的 4 月东京通胀指标同样预示着日本通胀动能的可持续性，东京 4 月总体 CPI 同比、核心 CPI 同比、核心核心 CPI 同比全面超预期，且前两者均在 4 月回升、核心核心 CPI 同比更是加速上行至 3.8%（预期 3.5%，前值 3.4%）。这反映着通胀动能已广泛渗入日本国民经济生活，物价上涨压力已由最初的进口成本向居民消费支出价格的核心领域扩散。在 4 月发布的季度展望中，日银将 2023 财年的核心 CPI 同比、核心核心 CPI 同比预测分别由前值（1 月发布）1.6%和 1.8%上调至 1.8%和 2.1%，将 2024 财年的核心 CPI 同比、核心核心 CPI 同比预测分别由前值 1.8%和 1.6%上调至 2.0%和 1.7%。日本央行（日银）新任行长植田和男的首次货币政策会议维持负利率与 YCC 政策不变，符合市场预期。会议决议删除了利率指引和新冠疫情相关表述，在 2%通胀目标的表述后明确新增了薪资上涨的要求，同时在表述上为未来的潜在政策调整留下余地，体现新行长与时俱进的风格。中信证券研究部海外宏观组认为，日本通胀动力仍然稳健，通胀趋势将能维持，虽然市场短线将本份决议解读为偏宽松的信号，但在维持 YCC 成本渐显、效用渐弱的背景下，日银在未来维持 YCC 这种强力宽松政策的必要性与紧迫性已下降，预计日银最快在 6 月或 7 月就会进一步修改前

瞻指引，此后即有可能开启退出 YCC 的步伐，在 5 月不会有实质收紧动作，并预计日银一旦开始退出 YCC，其过程将快速且彻底。

图 14：东京 4 月核心 CPI 同比超预期回升



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

**地缘环境方面，预计影响外资配置节奏的风险因素将持续改善。**3 月下旬以来，我国已陆续迎来自欧洲、中东、南美、东南亚等地区的重要国家的政府首脑、外交官员的访问，如欧盟委员会主席冯德莱恩、法国总统马克龙、沙特外交大臣费萨尔、伊朗外长阿卜杜拉希扬等，预计后续将进一步加强与各国的双边关系，在经济、政治、文化等多个领域进行更深层次的交流。随后，4 月中央政治局会议强调要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘，在新的动荡变革期下，这在客观上也需要良好的外部环境作为保障。在此基调下，我们预计 2023 年中美关系仍将在“竞争而不冲突”的主线下运行，而围绕 2023 年“一带一路”峰会、金砖国家峰会、中国-中亚峰会的外交突破，将是对外合作的突出亮点，各方在基建、新能源、数字经济等领域的合作值得期待。

表 4：近期我国外交相关新闻

来访/会见的主要国家/组织	时间	对方主要来访官员	相关事件内容
新加坡	3 月 31 日	新加坡总理李显龙	新加坡等周边国家都期待同中方进一步深化经济合作，新方期待同中国新一届政府尽快对接沟通，推进互联互通等重大项目合作，以完成新中自贸协定升级谈判为契机，对外发出中国继续深化对外开放和新方致力于进一步深化新中合作的明确信息。台湾问题是中国的内政，鼓吹“今日乌克兰、明日台湾”会带来不可预测的严重后果。 中国新加坡发表联合声明，提升关系为全方位高质量的前瞻性伙伴关系。
马来西亚	3 月 31 日	马来西亚总理安瓦尔	马方愿同中方全力合作，推动有关倡议落地生效，推进共建“一带一路”合作。马方愿同中方加强双边经贸合作和“两国双园”建设，借鉴中方减贫经验，加强农业现代化等领域合作。近期中方成功促成沙伊北京对话，再次表明中方为促进和平发挥的建设性作用。马方反对阵营对抗和强迫选边站队。东盟作为独立自主的力量，将为避免地区形势紧张升级发挥积极作用。
西班牙	3 月 31 日	西班牙首相桑切斯	西班牙愿与中方保持坦诚沟通和对话，不断增强互信，深化双边互利合作，特别是电动汽车、绿色能源、数字经济等领域合作，加强在气候变化等国际地区问题上的沟通协调，共同努力推动西中关系进一步发展。西班牙今年下半年将接任欧盟轮值主席国，西方将致力于推动欧盟同中国开展对话合作。双方就乌克兰危机交换了意见。
日本	4 月 2 日	日本外相林芳正	李强表示，中日双方应该也完全可以做大经贸合作的蛋糕，林芳正表示日中在广泛领域拥有巨大合作潜力，日方致力于推进对华合作，不会采取“去中国化”的做法

来访/会见的主要国家/组织	时间	对方主要来访官员	相关事件内容
法国	4月5日-7日	法国总统马克龙	中法发表联合声明，就双边关系、中国-欧盟关系和重大国际地区问题深入交换意见，未来将加强政治对话，促进政治互信，共同推动世界安全与稳定，促进经济交流，重启人文交流、共同应对全球性挑战。
欧盟	4月6日	欧盟委员会主席冯德莱恩	冯德莱恩表示，欧中在应对气候变化等全球性挑战和政治解决地区争端问题上拥有很多共识，双方应该共同努力，为维护世界和平稳定作出贡献。欧方完全不赞同搞“脱钩断链”，希望同中方加强交往对话，尽早重启三个对话机制，开展更多互利合作。
中东	4月6日	沙特外交大臣费萨尔、伊朗外长阿卜杜拉希扬	秦刚见证沙特与伊朗签署联合声明沙伊两国宣布即日起恢复外交关系
巴西	4月14日	巴西总统卢拉	两国元首就乌克兰危机问题交换了意见，双方签署贸易投资、数字经济、科技创新、信息通信、减贫、检疫、航天等领域多项双边合作文件，并发表联合声明。

资料来源：中国新闻网，中信证券研究部

## ■ A 股业绩跨年筑底特征明显，全年逐季改善趋势显现，结构性亮点日益清晰

截至 2023 年 4 月 30 日，全部 A 股已基本完成年报和一季报的披露，A 股整体业绩处于稳步复苏通道中，整体趋势和结构性亮点分析如下。

### A 股业绩跨年筑底修复特征明显，2023 年全年逐季改善可期

年度维度，2022 年 A 股盈利充分体现了实体经济下滑的压力。剔除新股的可比口径下，全部 A 股/非金融 2022 年全年净利润同比增速分别为-0.3%/-1.8%。结构上：

- 1) 按上市板划分，主板/创业板/科创板 2022 年净利润同比增速分别-1.0%/12.8%/3.0%；
- 2) 大类行业方面，2022 年全年工业/消费/TMT/医药/大金融盈利同比增速分别为 10.2%/3.0%/-30.9%/-4.8%/-3.4%，分别对应出口高景气对工业板块的支撑、消费场景受限、科技行业供需两弱、医药内部基本面走势分化，金融反应实体经济的资产压力；
- 3) 中信一级行业层面，剔除 2021 年净利润基数异常的行业之后，2022 年全年净利润增速同比靠前的行业包括电力设备及新能源、电力及公用事业、有色金属、煤炭、通信，同比增速分别为 81%、66%、64%、52%、44%；净利润同比增速靠后的行业包括房地产、传媒、钢铁、消费者服务、建材，同比增速分别为-338%、-83%、-72%、-68%、-49%。

季度维度，2022 年内 A 股基本面伴随实体经济逐季下滑，但 2022Q4 进入本轮盈利周期的底部，随后 2023Q1 开始在盈利层面出现明显的修复态势。剔除新股的可比口径下，全部 A 股/非金融 2022Q4 净利润单季度同比增速分别为-8.1%/-21.6%，但 2023Q1 上升至+2.7%/-4.4%。结构上：

- 1) 按上市板划分，主板/创业板（剔除温氏）/科创板 2022Q4 的净利润同比增速分别-8.5%、-7.9%、-28.0%，但 2023Q1 恢复至 3.5%、4.5%、-46.1%，其中科创板净利润同比大幅下滑主要为个别医药和电新龙头股拖累，其中医药前期贡献板块主要利润的新冠检

测（IVD）公司盈利最近 2 个季度回归正常水平，电新则为个别硅料龙头销量大幅下滑。

2) 大类行业方面，2022Q4 工业/消费/TMT/医药/大金融盈利单季度同比增速分别为 20.2%、73.4%、-79.6%、-68.1%、-11.8%；2023Q1 同比增速分别为-4.2%、13.6%、-11.4%、-27.5%、10.5%，其中工业板块增速下滑，核心因素包括高基数和商品价格缓慢下滑，以电新为代表的中游制造开始体现实体需求疲软的影响；消费板块在 2022Q4 开始进入需求逐季兑现的阶段；TMT 板块内部分化非常明显，通信、计算机业绩改善明显好于电子；大金融板块中，银行盈利维持稳定，但 2023Q1 非银板块盈利弹性十分显著。

3) 中信一级行业层面，2022Q4 大量一级行业同比扭亏为盈，包括通信、农林牧渔、电力及公用事业、消费者服务等，除此以外，同比增速靠前的包括电力设备及新能源（+170%）、汽车（+138%）、建筑（+73%）、机械（+59%）有色金属（+34%）。2023 年一季报，剔除 2022Q1 净利润基数异常的行业之后，2023Q1 单季度净利润排序靠前的行业包括消费者服务（+163%）、计算机（+82%）、非银行金融（+76%）、电力设备及新能源（+56%）、商贸零售（+38%）；综合分析过去 2 个季报，一级行业层面业绩维持高增速的包括电新、农林牧渔、电力及公用事业、消费者服务、商贸零售；业绩在 2023Q1 明显改善的包括计算机、非银、传媒、家电。

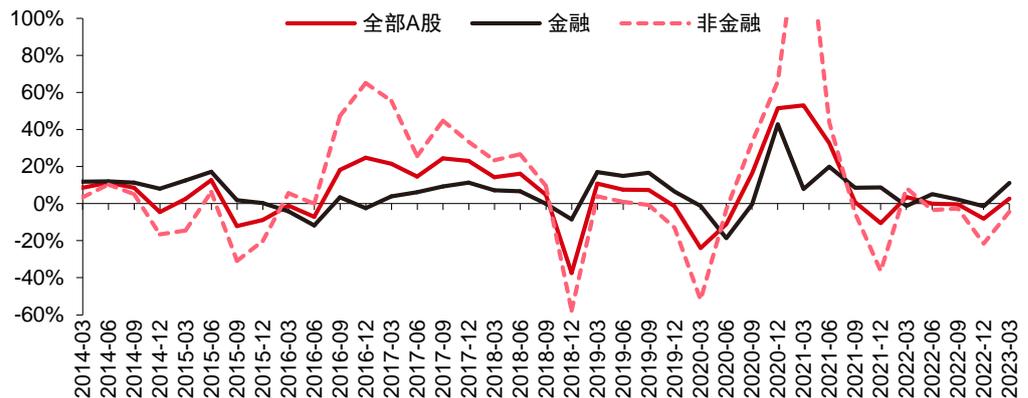
表 5：2022 年年报和 2023 年一季报净利润增速一览

板块/行业	2022 全年同比增速	2022Q4 单季度同比增速	2023Q1 单季度同比增速	2023Q1 单季度环比增速
<b>按上市板划分</b>				
全部 A 股	0%	-8%	3%	87%
全部 A 股非金融	-2%	-22%	-4%	178%
主板	-1%	-8%	4%	90%
创业板	13%	47%	7%	114%
创业板（剔除温氏）	3%	-8%	4%	173%
科创板	3%	-28%	-46%	-31%
<b>按大类行业划分</b>				
工业	10%	20%	-4%	62%
其中：上游资源品	5%	-23%	-30%	32%
中游制造	-30%	-69%	0%	235%
基础商品	34%	257%	4%	31%
基建	46%	12106%	34%	88%
消费	3%	73%	14%	364%
TMT	-31%	-80%	-11%	102%
医药	-5%	-68%	-28%	290%
大金融	-3%	-12%	10%	73%
<b>按中信一级行业划分（2023Q1 单季度同比增速降序）</b>				
综合金融	-118%	-3338%	288%	144%
消费者服务	-68%	41%	163%	209%
计算机	-37%	-40%	82%	-61%
农林牧渔	142%	143%	76%	-129%
非银行金融	-26%	-43%	76%	209%
电力设备及新能源	81%	170%	56%	23%
商贸零售	81%	37%	38%	160%
电力及公用事业	66%	103%	37%	3564%
传媒	-83%	-432%	29%	153%
食品饮料	12%	9%	18%	101%
家电	8%	0%	13%	19%
建筑	13%	73%	12%	62%

板块/行业	2022 全年同比增速	2022Q4 单季度同比增速	2023Q1 单季度同比增速	2023Q1 单季度环比增速
通信	44%	174%	8%	46%
汽车	0%	138%	8%	212%
煤炭	52%	-1%	5%	61%
交通运输	-47%	-115%	4%	731%
银行	8%	6%	2%	22%
机械	-6%	59%	1%	17%
国防军工	-4%	-35%	-3%	70%
纺织服装	-31%	-169%	-9%	581%
石油石化	7%	-26%	-11%	63%
有色金属	64%	34%	-19%	-6%
医药	-5%	-68%	-28%	290%
轻工制造	-29%	-144%	-29%	1921%
房地产	-338%	-95%	-30%	108%
基础化工	2%	-40%	-48%	24%
电子	-35%	-63%	-57%	12%
建材	-49%	-86%	-64%	46%
钢铁	-72%	-116%	-69%	1202%
综合	-127%	-32%	-118%	98%

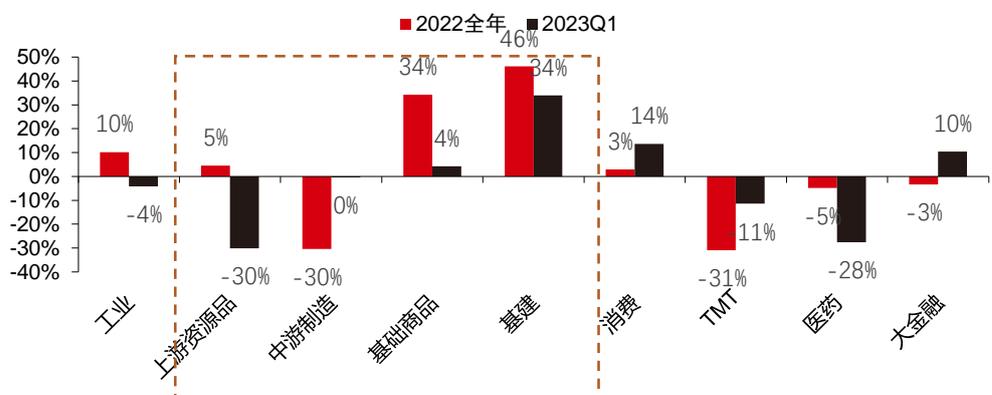
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单元格表黄的代表同比增速的基期(分母)为负利润

图 15: 2023Q1 开始全 A/非金融单季度盈利同比增速回暖



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 样本剔除上市不满一年的新股

图 16: 2023Q1 工业板块整体承压, 消费和金融表现亮眼



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 样本剔除上市不满一年的新股

资本开支视角下，2018Q3 开始，A 股在较为悲观的预期下经历过一轮单季度资本开支（CAPEX）同比增速下滑的阶段，直至 2022Q1 触底，随后考虑到国内阶段性防疫优势和低能源成本优势，在全球产业链分工中承担更加重要的责任，因此全部 A 股资本开支持续扩张，2022 年以来维持较高的增速水平，但行业之间分化显著，过去 2 个季度各行业间的资本开支也有明显分化：

1) 过去 2 个季度资本开支维持高增速（超过 20%）的一级行业，包括煤炭、电力及公用事业、汽车、计算机、基础化工、机械、有色金属；

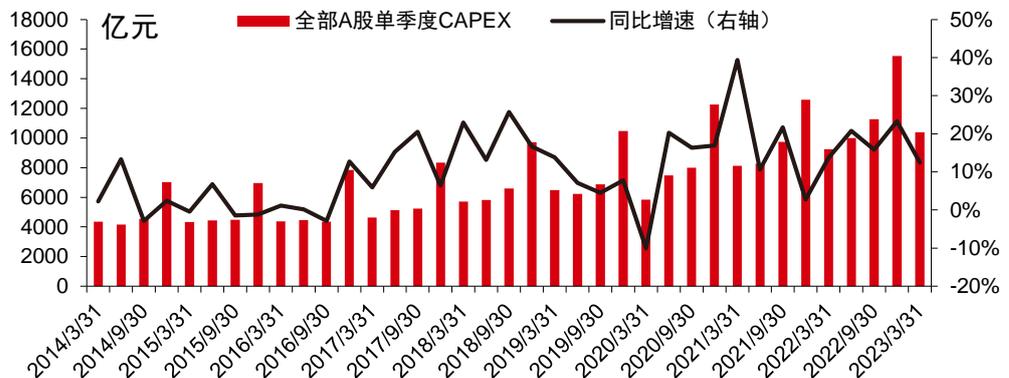
2) 过去 2 个季度资本开支维持高增速（超过 50%）的二级行业，包括化学纤维、计算机设备、云服务、文娱轻工、运输设备、其他化学制品、煤炭开采洗选、发电及电网、乘用车等；

3) 2022Q4 资本开支增速显著，但 2023Q1 增速下滑显著的行业，包括普钢、建筑设计及服务、电信运营、多元金融、半导体、保险；

4) 2022Q4 资本开支增速较低、但 2023Q1 增速快速提升的行业，包括房地产服务、教育、汽车销售及服务、金属制品、房地产开发和运营、区域性银行、酒店及餐饮。

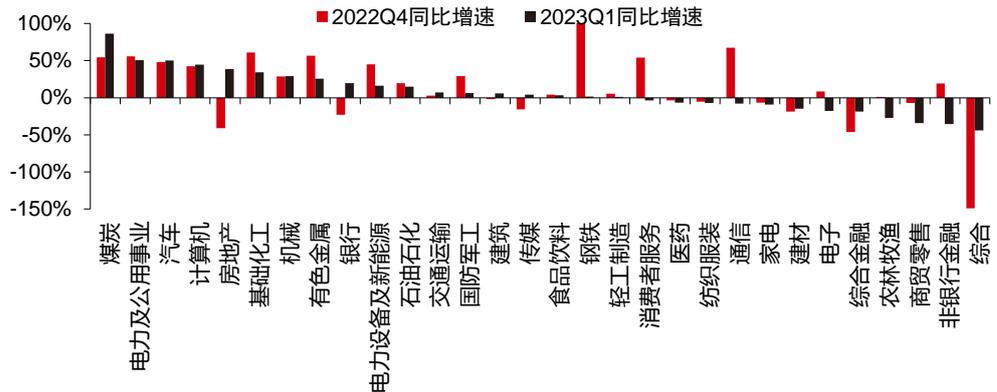
5) 资本开支为 2020 年以来最低水平的二级行业，包括装饰材料、一般零售、电商及服务、综合服务、黑色家电、厨房电器、饮料、畜牧业、光学光电、增值服务、互联网媒体、中药等。

图 17：2022 年以来全部 A 股资本开支整体回升至较高的增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：中信一级行业层面，资本开支分化十分显著



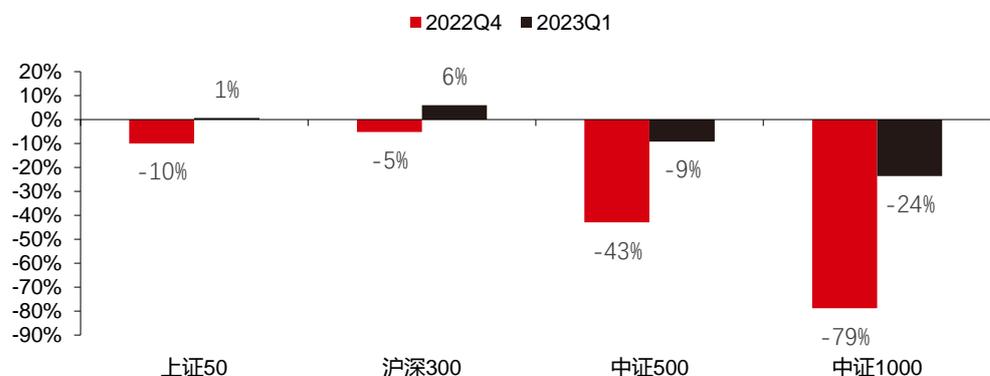
资料来源：Wind，中信证券研究部

行业之间资本开支分化显著的同时，行业内部盈利集中度有明显提升。宽基指数层面，过去 2 个季度上证 50/沪深 300 盈利同比增速明显好于中证 500/中证 1000。我们以季度为单位，计算了每个二级行业内单季度归母净利润前三的公司占该行业上市公司归母净利润总和的比例（只计算净利润为正值的公司），并通过这个比例的变化来观察行业内部的集中度变化情况：

1) 市场集中度在 2022Q4 出现了明显的提升。2022 年四季度，105 个二级行业中有 74 个行业出现了集中度的提升，是 2010 年以来集中度提升最明显的季度。其中，集中度提升超过 20ppts 的行业主要分布在 TMT（增值服务 II、文化娱乐、光学光电等）、消费（专营连锁、一般零售、旅游及休闲等）、中游制造（金属制品 II、结构材料等）。

2) 2023 年一季度，30 个二级行业出现了集中度的提升，大部分行业出现了小幅的集中度下降。消费和 TMT 的内部分化明显，其中，在消费行业内，以其他轻工、电商及服务为代表的细分行业的集中度有所上升，以一般零售为代表的细分行业的集中度有所下降；在 TMT 行业内，以计算机软件、通信设备为代表的细分行业的集中度有所上升，以增值服务、文化娱乐为代表的细分行业的集中度有所下降。

图 19：主要宽基指数过去 2 个季度净利润同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 6：过去 2 个季度二级行业盈利集中度变化（按照 2023Q1 盈利集中度降序排序）

二级行业	2022Q4 集中度变化	2023Q1 集中度变化	二级行业	2022Q4 集中度变化	2023Q1 集中度变化
其他轻工 II	-2.9%	27.2%	商用车	7.9%	-4.7%
计算机软件	8.6%	22.2%	食品	9.1%	-4.8%
通信设备	-2.0%	18.9%	照明电工及其他	13.3%	-5.4%
电商及服务 II	-24.4%	18.5%	专业市场经营 II	19.9%	-5.5%
其他电子零部件 II	6.9%	14.3%	农产品加工 II	9.8%	-5.7%
互联网媒体	-17.4%	13.0%	公路铁路	6.1%	-5.7%
建筑装饰 II	-15.8%	12.5%	消费电子	16.8%	-5.8%
其他军工 II	-3.3%	12.0%	汽车销售及服务 II	9.6%	-6.1%
工程机械 II	-16.1%	11.9%	特材	2.2%	-6.1%
建筑施工	-12.3%	10.7%	发电及电网	-3.0%	-6.3%
兵器兵装 II	-2.3%	10.4%	电气设备	6.6%	-6.8%
航空航天	-9.7%	10.4%	全国性股份制银行 II	4.6%	-7.7%
其他化学制品 II	-1.4%	9.7%	稀有金属	2.8%	-8.6%
饮料	-2.5%	9.4%	旅游及休闲	26.3%	-9.1%
通讯工程服务	0.1%	7.3%	物流	10.4%	-9.5%
多元金融	4.9%	7.1%	建筑设计及服务 II	15.0%	-9.8%
贵金属	-7.1%	7.1%	专用材料 II	7.3%	-9.9%
黑色家电 II	-15.5%	7.1%	化学原料	14.5%	-10.0%
计算机设备	-16.6%	6.5%	油服工程	-2.0%	-10.1%
广告营销	11.1%	5.9%	证券 II	5.8%	-10.2%
其他医药医疗	-3.7%	5.3%	小家电 II	16.0%	-10.6%
云服务	-8.1%	4.3%	文娱轻工 II	8.1%	-10.6%
种植业	-26.4%	2.8%	综合 II	22.7%	-10.8%
专用机械	0.6%	2.7%	保险 II	6.0%	-11.0%
中药生产	0.9%	2.5%	贸易 II	6.0%	-11.1%
家居	0.1%	2.1%	教育	18.7%	-11.4%
橡胶及制品	-2.1%	1.4%	房地产开发和运营	0.4%	-11.4%
工业金属	5.1%	0.9%	化学纤维	16.7%	-12.0%
化学制药	0.9%	0.9%	畜牧业	9.2%	-12.1%
电源设备	-10.4%	0.3%	品牌服饰	-0.9%	-13.1%
综合服务	1.0%	0.0%	仪器仪表 II	13.2%	-13.4%
电信运营 II	0.0%	-0.1%	农用化工	11.3%	-13.6%
石油开采 II	0.5%	-0.2%	纺织制造	12.0%	-13.9%
石油化工	0.4%	-0.4%	房地产服务	11.1%	-14.6%
渔业	30.4%	-1.3%	航运港口	-9.7%	-15.1%
白色家电 II	-0.4%	-1.3%	半导体	6.2%	-15.3%
煤炭开采洗选	-2.4%	-1.5%	环保及公用事业	2.6%	-15.4%
塑料及制品	7.8%	-1.6%	元器件	3.1%	-15.8%
区域性银行	1.2%	-1.6%	普钢	-4.1%	-16.0%
煤炭化工	-2.9%	-1.7%	酒类	17.9%	-16.2%
国有大型银行 II	1.6%	-2.4%	装饰材料	14.1%	-16.8%
通用设备	0.7%	-2.7%	包装印刷	7.6%	-18.1%
其他钢铁	-9.4%	-2.7%	专营连锁	38.0%	-19.4%
媒体	2.8%	-2.9%	产业互联网	5.7%	-19.5%
酒店及餐饮	7.9%	-3.5%	摩托车及其他 II	24.4%	-21.0%
新能源动力系统	7.3%	-3.6%	航空机场	0.0%	-21.6%
结构材料	25.9%	-3.9%	金属制品 II	44.2%	-21.7%
造纸 II	3.0%	-4.1%	多领域控股 II	12.3%	-21.7%
厨房电器 II	2.3%	-4.2%	光学光电	21.0%	-25.0%
乘用车 II	11.4%	-4.3%	运输设备	18.2%	-25.2%
汽车零部件 II	-2.7%	-4.3%	文化娱乐	25.6%	-30.1%
生物医药 II	10.2%	-4.5%	一般零售	37.7%	-39.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**Wind 一致预测视角下，对比财报披露前（2 月 28 日）和最截至 4 月 30 日 Wind 一**

致预测 2023 年净利润的变化情况，约 2500 家有盈利预测的个股 2023 年预测净利润合计调整-6.0%，其中中信一级行业层面，仅综合金融预测盈利上调（+1.0%），预测净利润下调幅度较小的包括电力及公用事业（-0.5%）、食品饮料（-0.7%）、通信（-1.9%）、银行（-2.2%）、家电（-2.9%）。二级行业层面，106 个中信二级行业中，预测 2023 年净利润上调超过 1% 的行业仅包括航空机场、公路铁路、其他电子零组件、摩托车及其他、教育、商用车、新兴金融服务、多领域控股，但下调幅度超过 20% 的行业有煤炭化工、生物医药、航运港口、化学原料、畜牧业、普钢、兵器兵装、房地产开发和运营。

## 二季度 A 股盈利将持续修复，关注亮点日益清晰的品种

对于中信证券研究部重点覆盖个股、按照产业链进行划分，与宏观数据和行业景气相结合，得到财报的亮点和趋势分析如下：

**消费产业已经进入盈利逐季兑现的过程中。**前期消费场景明显受限的行业，例如**商贸零售、消费者服务、医美**迎来业绩的快速反弹，但高增速的背后也有一定低基数效应；相比 CPI 和社零体现出来的结构偏弱，必选消费的实际盈利水平更加亮眼，除乳制品、调味料的盈利相对承压，其他诸如**白酒、零食**盈利增速非常亮眼，地产后周期的**家电**中，除个别白电龙头和小家电盈利承压以外，**黑电**因为成本压降盈利得到快速成长，行业整体也能维持 10% 左右的盈利同比增速。

**医药板块整体体现出非新冠业务的快速修复。**医药板块内部可以拆分为疫情对业绩正贡献的品种（IVD、医药零售）和大部分受疫情影响使用场景的品种，以科创板为例，科创板 2023Q1 单季度净利润同比增速-46.1%，大幅下滑主要为个别医药和电新龙头股拖累，其中医药前期贡献板块主要利润的新冠检测（IVD）公司盈利最近 2 个季度回归正常水平，导致基数出现明显波动。剔除掉新冠相关业务贡献盈利的个股之后（主要集中在 IVD、医药零售），其他医疗器械、创新药、中药板块普遍超预期，龙头公司能达到 30% 左右的单季度净利润增速，创新类中小公司业绩弹性更大，二季度有望延续复苏趋势。

**制造业重点关注投资高增速的行业和高景气的细分产品。**新能源车、风光储在内的成长制造业绩短期十分亮眼，尽管市场预期竞争格局的恶化或带来毛利率和盈利能力的下滑，但一季度制造业投资增速维持高位、上市公司资本开支扩张或抬升行业的景气程度，二季报仍有明显支撑，结构上，成长制造产业链中，龙头占优的趋势更加明显，长尾的中小票短期业绩相对承压。具体推荐投资高增速的电网、风电，景气底部反转的锂电、出口高景气的机械产品（例如锂电叉车）。**电网**在稳增长与保能源安全双重要求下，迎来以特高压为代表的主网架建设景气度加速上行，与电网基本建设投资完成额趋势符合；**风电**在 Q2 也进入传统的装机旺季；本轮**锂价**相对稳定之后，已经可以观察到产业链下游的部分环节有补库和排产的计划；出口导向的**锂电叉车**销量增速远高于传统的工程机械，成为结构性亮点，未来持续关注一带一路出口相关的机械设备。

**科技产业盈利分化较为明显**，电子行业盈利整体承压，但**半导体设备**公司一季报率先转暖，且由于 2022 年以来订单旺盛，预计今年二季报仍有支撑；通信行业是科技产业中的结构性亮点，**运营商**主业稳定、云计算形成新的增长点，**通信设备**明显受益于本轮互联网平台资本开支的过程；**计算机**很多公司正处于战略转型期，一季报更多是主营业务较为

稳定的个股能够实现盈利增长，但板块整体明显承压；传媒子行业中，出版、广告恢复较快，游戏业绩恢复较慢。

**周期品受下游需求偏弱、商品价格下滑和去年同期高基数影响，短期盈利承压。**结构性亮点主要集中在资本开支维持高增速的**煤炭、油气、电力、大炼化**等领域，地产链相关的行业短期客观上承压，可能需要等到三季度地产开工端启动才能在业绩层面兑现。

**大金融板块中**，银行资产质量和盈利增速十分稳定，板块一季报业绩弹性主要来自非银行金融，整体来看大金融板块盈利和宏观经济、市场情绪的关联度较高。

表 7：中信证券研究部重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算同比增速

产业	行业/赛道	2022 全年同比 增速	2022Q4 单季度同比增 速	2023Q1 单季度同比增 速
制造	锂电池	139%	100%	28%
	光伏	118%	121%	56%
	风电	7%	58%	-9%
	储能	35%	43%	52%
	新型电力系统	19%	24%	51%
	机械	-42%	25%	-2%
	国防军工	14%	-1%	12%
	整车	13%	8%	8%
	汽车零部件	52%	148%	43%
科技	消费电子	-29%	-23%	-38%
	半导体	-3%	-59%	-23%
	运营商	8%	-6%	10%
	通信设备	20%	18%	14%
	IDC	-42%	-156%	9%
	云计算	-19%	33%	-9%
	信创	-43%	-47%	422%
	传媒	-13%	-26%	-13%
医药	医疗器械	10%	-12%	9%
	创新药	-25%	-28%	-2%
	CXO	49%	-12%	24%
	中药	5%	44%	43%
	医药零售	21%	108%	30%
	医疗服务	-40%	-162%	959%
	其他医药	-24%	-52%	-22%
消费	农林牧渔	203%	242%	33%
	白酒	20%	18%	20%
	食品饮料	-3%	-3%	17%
	轻工制造	-5%	46%	-19%
	纺织服装	-5%	-18%	-21%
	美妆医美	6%	15%	27%
	家电	7%	-7%	7%

周期	商贸零售	-16%	-5504%	9%
	社会服务	-38%	38%	66%
	交通运输	-519%	-171%	124%
	基本金属	37%	89%	-19%
	钢铁	-47%	-34%	-53%
	煤炭	55%	-3%	4%
	石油石化	29%	11%	-10%
	基础化工	0%	-31%	-41%
	建筑建材	-17%	-34%	-11%
	公用事业	42%	106%	34%
金融	房地产	-45%	-85%	-18%
	银行	8%	5%	2%
	证券	-36%	-44%	107%
	保险	-19%	-40%	68%

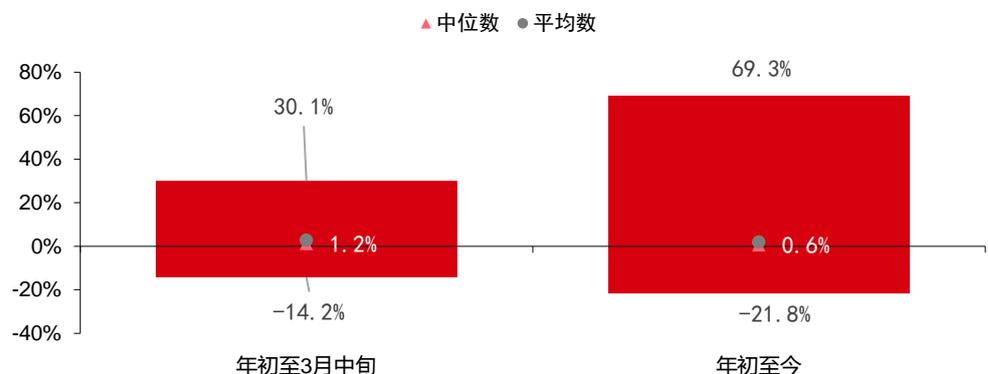
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单元格表黄的代表同比增速的基期（分母）为负利润

## A 股仍处于今年第二个关键做多窗口，布局业绩驱动 的五月行情

### 5 月 A 股依然处于今年第二个关键做多窗口期

3 月中下旬 AI 板块结构性行情加速，主动股基收益差距被迅速拉大。对比“年初至 3 月中旬”和“年初至 4 月底”两个区间内主动公募基金累计回报率的分布，我们可以看到两个区间累计收益率的中位数相差不大，分别为 1.2%、0.6%，但是最大值分别为 30.1% 和 69.3%，这说明收益率靠前的主动股基与腰部产品的收益率差距在 3 月中旬至 4 月底这一更短的时间段内比 3 月中旬之前翻了 1 倍。

图 20：3 月中下旬 AI 行情加速之后，主动股基 YTD 累计收益率的分布差距进一步加大（%）

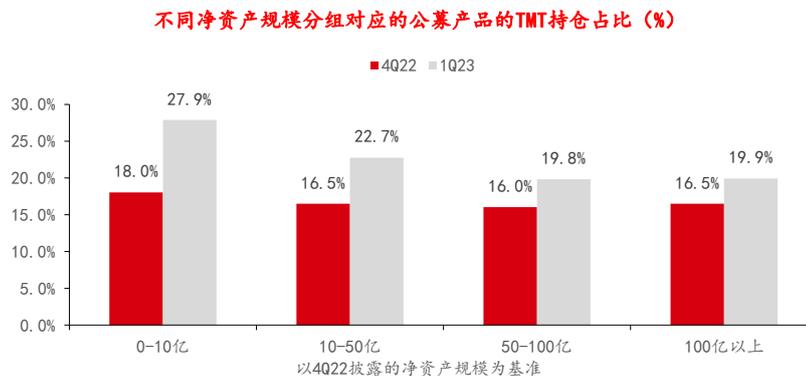


资料来源：Wind，中信证券研究部

不同规模大小的主动公募产品在今年以来结构性行情背景下呈现明显分化。若按照 4Q22 时的净资产规模将主动股基分为“10 亿以下”，“10~50 亿”，“50~100 亿”，“100

亿以上”四组，在 4Q22 时 TMT 板块对应的持仓占比分别为 18.0%、16.5%、16.0%和 16.5%，彼此差异不大；在可比口径下，上述各分组在 1Q23 时持有的 TMT 板块市值占比分别为 27.9%、22.7%、19.8%和 19.9%，环比分别变化+9.9pcts、+6.3pcts、+3.8pcts 和+3.4pcts，差距明显拉大。

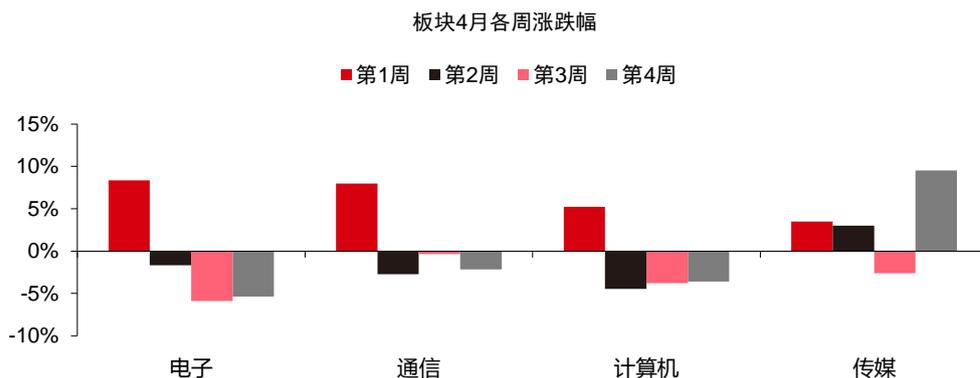
图 21：去年四季度对 TMT 仓位大致相当的情况下，规模越小的产品在今年一季度向 TMT 调仓的幅度越大（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

AI 主题板块在短期高度依赖交易，整体已阶段性失去靠配置获取超额回报的特征。随着财报业绩披露，基本面因素在行情中的重要性提升，AI 主题板块内分化也日益极端，仅剩传媒板块依然强势。4 月 10 日以来 AI 主题 ETF 累计收益率中位数为-9.8%，其他非 AI 主题 EFT 为-4.0%。AI 主题 ETF 和其他 ETF 表现分化明显，AI 板块已经基本渡过了通过简单配置一揽子股票就能获取超额收益的“窗口”。

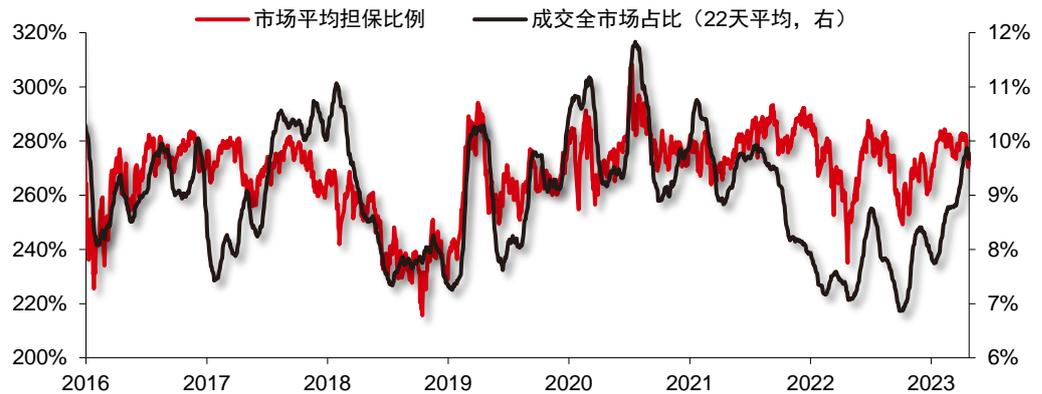
图 22：主题板块中，当前仅传媒板块仍保持强势



资料来源：Wind，中信证券研究部

市场交投仍然活跃，两融成交占比逐渐上行。在 4 月的 4 周时间内，沪深两市的日均成交额均超过万亿，其中 4 月 24 日-4 月 28 日的日均成交额为 10044 亿，较 3 月最后一周上升了 9%。两融成交占比也逐渐上升，已接近 2021 年年中的水平。根据对中信证券渠道调研情况，中小私募仓位环比上周小幅抬升，截至 4 月 28 日已升至 79.8%。

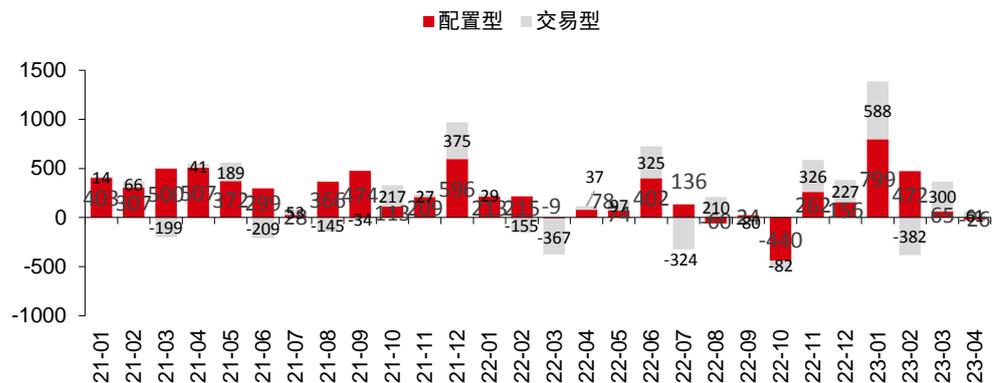
图 23：两融成交占比不断上行



资料来源：Wind，中信证券研究部

**北向资金流入放缓，预计 5 月将恢复流入。**4 月北向资金累计净流入 35 亿元，其中配置型资金净流出 26 亿元，自去年 10 月以来第一次出现了月度的净流出，交易型资金流入 61 亿元，流入速度也大幅放缓。随着海外流动性预期明确，以及中美分歧等地缘风险因素缓解，预计外资也将在 5 月恢复流入。

图 24：4 月北向资金流入放缓



资料来源：Wind，中信证券研究部

随着政策、经济和外部环境进一步好转，特别是复苏在微观体验、宏观数据、企业业绩三个层面统一，预计投资者的心态将趋于平稳，基本面在 A 股行情驱动中的重要性将明显提升。

### 从失衡到平稳，布局业绩驱动的五月行情

首先，医药作为疫后修复确定性最高的品种，不仅在一季报有诸多超预期的产业链环节，更受益于全球流动性拐点环境下的估值扩张机会，建议关注全球流动性拐点和管线研发催化的**创新药**，疫后复苏的**创新医疗器械**，受益医疗新基建的**设备板块**，以及产业逻辑和业绩驱动的**中药创新**。

其次，**数字经济**和“一带一路”依然是全年级别的主线，建议密切跟踪产业趋势和国

际合作的最新进展，围绕年内业绩和政策的可兑现度进行布局，数字经济建议关注业绩开始兑现的**半导体设备、通信设备、信创**，“一带一路”关注**优质企业出海**，以及**新老基建、能源领域的潜在合作形式**。

最后，建议围绕上半年业绩持续修复且有望超预期的细分品种布局，其中消费板块关注业绩持续兑现的**消费者服务、医美、白酒、零食**等；制造板块关注受益于投资高增速的**电网、风电、光伏材料**，景气底部反转的**锂电龙头**，基建和一带一路出口相关的**机械设备**；周期板块关注**煤炭、油气、电力、大炼化**。

## ■ 风险因素

疫情影响超预期；中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@cls.com](mailto:Compliance-India@cls.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。