

ICBCCS STRATEGY ANNUAL
OUTLOOK

2023

工银瑞信 年度投资策略

逐浪新时代 奋楫新征程

ICBC  工银瑞信



ICBCCS STRATEGY ANNUAL OUTLOOK

工银瑞信2023年度
投资策略

CONTENTS

目录

壹 序言

03

贰 宏观策略

04

A股

05

宏观利率

16

叁

赛道掘金

24

消费

25

新能源

31

计算机

37

医药

45

金融地产

51

港股

59

肆

资产配置

66

养老金投资

67

基金投顾

74

1-1 序言

刚刚过去的2022年，是经历深刻调整和重塑的一年。从全球看，地缘政治冲突加剧，供应链体系大幅重组，加息潮前所未有，大类资产估值体系震荡调整；从国内看，经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力加大，资本市场也经历了深度的调整。

2022年，也是定义未来发展的一年，“党的二十大”“一起向未来”“高质量发展”等关键词定格成了年度记忆。中国式现代化的征程已经开启，经济发展中的不确定因素逐步得到消除，中国经济正在走向复苏发展的崭新曲线。

2022年，也是工银瑞信经受市场洗礼，向投资者交出稳中向好答卷的一年。公司主动权益类基金近三年、近五年的绝对收益、超额收益位居权益类大型基金公司榜首。公司固收类基金近三年、近五年、近十年绝对收益在全行业中位居前1/3，其中近五年在固定收益类大型公司中排名前三。2022年全年有24只基金获得晨星五星评级，有25只产品位列晨星基金同类业绩榜单前十。

2022年，也是公司收获各类荣誉和肯定，硕果累累的一年。这一年，我们先后荣获中国证券报“金牛基金公司奖”、证券时报“十大明星基金公司”和上海证券报“金基金·TOP公司奖”等荣誉，实现了中国基金业三大权威奖项“大满贯”。

成绩的取得，来源于工银瑞信18年来深厚的投研沉淀与积累。作为一家专业资管机构，我们深知，投研成果的产生，不仅仅是一份报告，一套PPT，更是无数个日日夜夜的奔波跋涉、深入调研、热烈争论，是不断反复推敲、大胆假设、小心求证，不断证实-否定-再证实的痛苦而充满意义的过程。

更重要的是，历经千山万水、千辛万苦、千言万语的上市公司调研，不仅仅是投资管理人的基本功，更是不断发现中国经济真正驱动力、资本市场真正α的宝贵过程。站在开发园区的厂房里、创新孵化中心的办公室、穿梭繁忙的生产车间，我们看到了传统行业扎实严格的成本管理与稳健的现金流；我们看到新兴行业在纳米级微观世界中的无限创新与巨大的增长空间；看到中国制造供应链体系的“致广大而尽精微”；看到参与国际国内双循环的旺盛生命力；看到能源革命带来的蓬勃发展；看到消费升级带来的巨大韧性。

经济发展的速度有快有慢，资本市场有高有低，但极具创新精神的企业家、完备的工业体系、统一的国内大市场，这些都是中国经济长期稳健增长的持续动力，也是中国资本市场持续创造α的不断源泉，更是我们作为资产管理机构，持续为投资者创造收益的最大底气。

作为一家有18年历史的基金公司，工银瑞信始终坚持资产管理行业的“变”与“不变”。

不变的是，我们始终坚守资产管理行业的信义义务，坚持投资为民，把投资人、委托人的利益放在最重要的位置，作为我们所有工作的出发点和落脚点。

不变的是，我们始终坚持把投研能力的提升作为安身立命的根本。在投研能力提升的旅程中，没有捷径，唯有拿出读万卷书行万里路的精神自下而上地开展调研，以“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”的精神，躬身入局，实践真知，永远保持敬畏，保持谦虚。

不变的是，我们始终坚持把“资产管理就是风险管理”的理念植入公司的投资决策流程和文化基因之中。不断优化全流程的风控体系，从市场风险、信用风险、操作风险等各个维度全面把握市场变化，监测组合变动，形成风控与投研互相促进和良性互动的文化。

“变化”也是我们这个时代的主题。经济增长不断迭代更新，资本市场每时每刻都在演进之中，变化无处不在。技术革命在变化、行业兴衰在变化、企业生命周期在变化、资本市场估值体系在变化。也正是在这些无穷无尽的变化之中，才孕育着新的希望。作为专业投资机构，我们只有坚持不断迭代自己的方法论，坚持不断拓宽自己的认知边界，以“变”应“变”，才能适应市场，形成真知。

我们的年度策略，分享的就是我们在长期观察和思考中形成的观点。如何看待宏观经济运行，如何看待大类资产配置方向，如何看待消费行业复苏，如何看待战略新兴行业前景等。需要指出的是，投资研究，没有一成不变的观点，更宝贵的在于不断地提出问题、论证问题的过程，这个过程充满未知，充满不确定性，也充满惊喜，这不仅是我们作为资产管理机构的专业工作，更是与投资者共同成长的宝贵体验。

希望借此机会，与投资者一起探讨投资研究中的“变”与“不变”，也向长期以来关心支持工银瑞信发展的广大投资者及合作伙伴致以衷心的感谢和美好祝福！

工银瑞信基金管理有限公司
2023年1月



序言

PREFACE

01

02



宏观策略

MACRO
STRATEGY

2-1 / A股

2-2 / 宏观利率

2-1 A股

经济增长动能提升 盈利估值或迎双重修复

2022年，地缘风险的“黑天鹅”和美元紧缩的“灰犀牛”接踵而至，全球增长预期下行，市场风险偏好回落。面对外部的复杂环境和国内的疫情反复、地产承压，A股走势可谓跌宕起伏。经历了先跌后涨、再跌再涨，上证综指、深证成指和创业板指全年震荡下行，累计下跌15.13%、25.85%、29.37%¹，不少行业上市公司基本面与二级市场股价遭遇“双杀”。

与此同时，希望在绝望中孕育。就在2022年，A股上市公司数量突破5000家，年内融资规模实现新高，压制A股的多重因素也将在2023年迎来转折。展望2023年，海外流动性改善方向确定，国内则在疫情、地产管控政策放松和产业政策持续发力背景下，经济增长动能有望明显提高。

新局面带来新思考和新布局，2023年哪些板块将产生新机会？我们预计，消费、金融地产、TMT板块盈利增速将较2022年有所回升，上游周期、中游制造盈利增速则较之回落。我们看好包括商品消费、服务消费和地产消费在内的“大消费”板块。

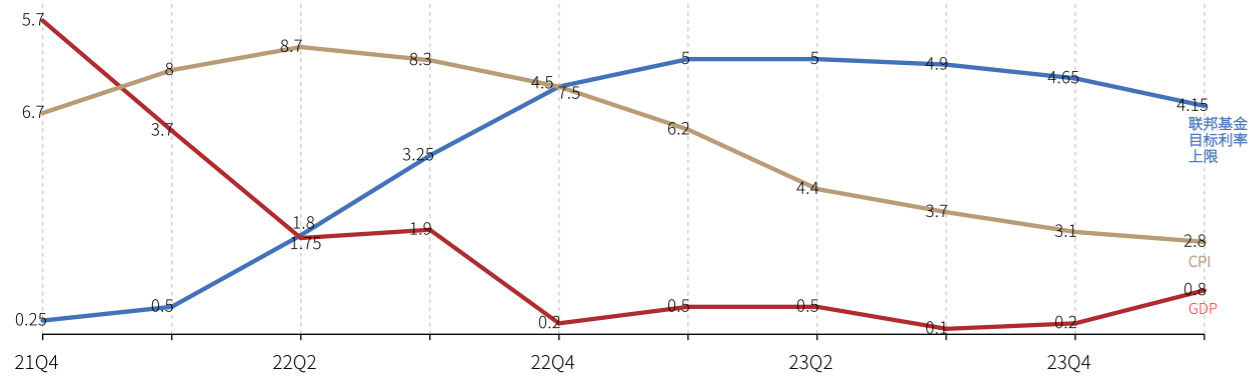
1. 宏观：多重压制迎来转折

从海外来看，尽管目前节奏上存在不确定性，但2023年美国通胀下行方向确定，海外流动性环境改善。参考Bloomberg预测，2023年美国CPI同比增速将持续回落，年底回落至3.1%；预计2023年一季度加息50bp至利率终点4.75-5%，或在下半年开启降息。



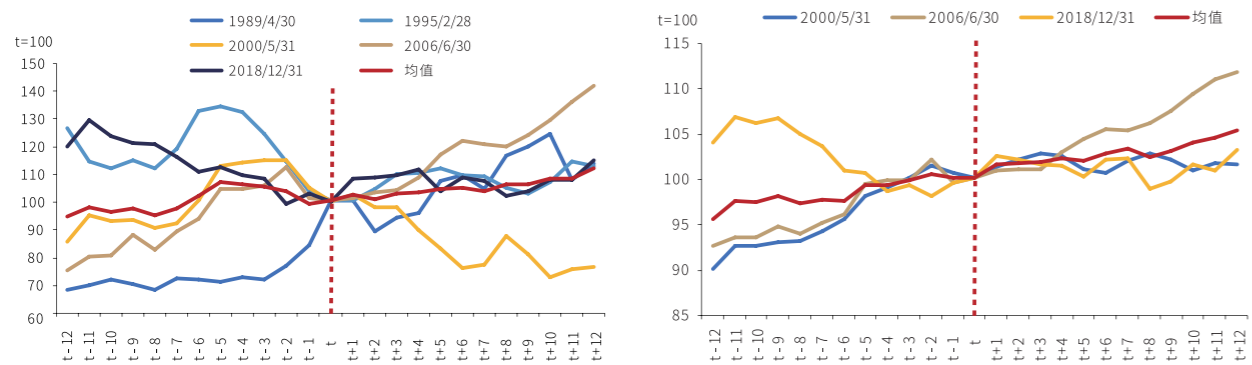
¹ 数据来源：wind, 2021.12.31-2022.12.30

Bloomberg 美国经济分项一致预期



海外流动性改善有利于美股表现，也同时有利于新兴市场资产价值提升。参考 1966 年以来美联储历次最后一次加息前后的新兴市场股指和货币表现，目前市场整体呈现稳步抬升状态。

最后一次加息前后新兴市场股指表现 (月度)

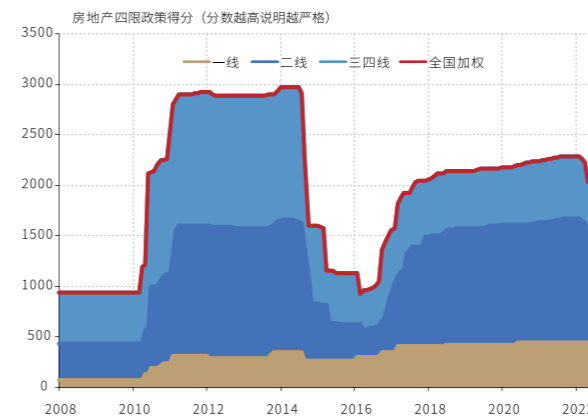


需要注意的是，海外通胀的压力虽然缓解，衰退的阴霾又开始笼罩。我国货物出口增速与全球经济走势呈正相关。受海外经济增长放缓影响，国内出口对经济的拉动作用大幅下降，预计 2023 年出口增速将回落至 -2% 左右。但考虑到金融机构和居民的资产负债表较为健康，海外主要国家陷入深度衰退的概率仍然不大。

把目光转向国内。中央经济工作会议对疫情防控、平台经济、民营企业、产业政策方面均表述积极。稳增长政策着力“稳增长、稳预期、稳信心”，将扩大内需作为主要抓手，供给侧政策协同发力支持经济复苏。同时，2023 年要保证必要的财政支出和货币政策强度，确保政府投资力度不减。

疫情与地产，2022 年掣肘国内经济增长的这两大问题也发生着改变。国内疫情管控放松后经济存在内生修复动能，而房地产风险正在逐渐释放。支持房地产企业融资的供给侧“三支箭”近期相继落地，2023 年需求侧仍有进一步发力空间。政策力度决定销售复苏弹性，房地产销售、投资跌幅有望收窄。

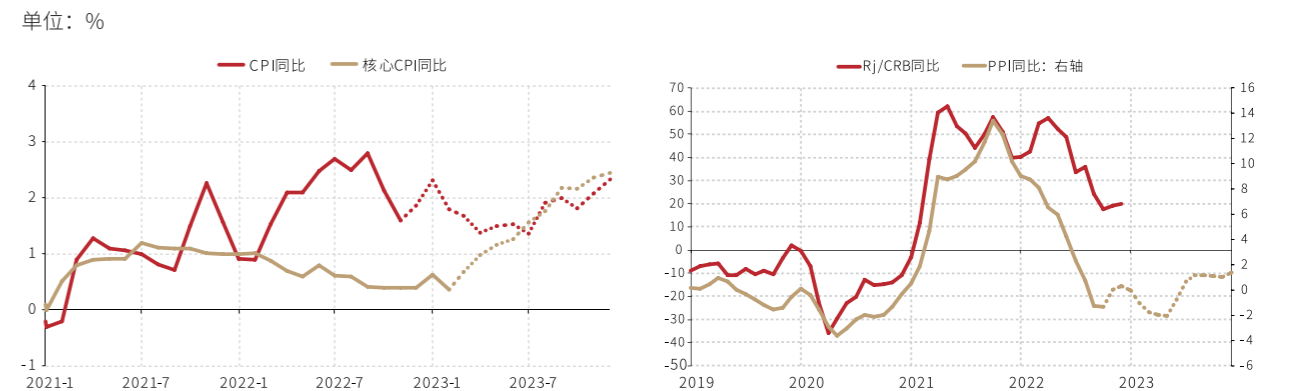
房地产政策仍存进一步宽松空间



条件	打分规则
限购	本地限购1套8分、本地限购2套4分、本地限购3套2分、本地可限购1套2分、本地不限购外地限购1套2分、本地不限购外地限购2套1分，均不限购0分
外地社保要求	5年5分、3年3分、2年2分、1年1分、半年0.5分、无需0分
认房又认贷	认房又认贷4分，其他情形0分
二套最高首付	80%、70%、60%、50%、40%、30%分别对应8、7、6、5、4、3分
限售	3年(不含)以上3分, 3年2分, 2年1分, 1年0.5分, 不限售0分
二胎	二胎/三胎多获一套购房资格, -1分
区域调整	个别区域取消限购-1分, 大范围取消限购-2分, 仅有极少数区域限购-3分
其他	投靠亲友可购房-1分, 其他获得新购住房的情形-1分

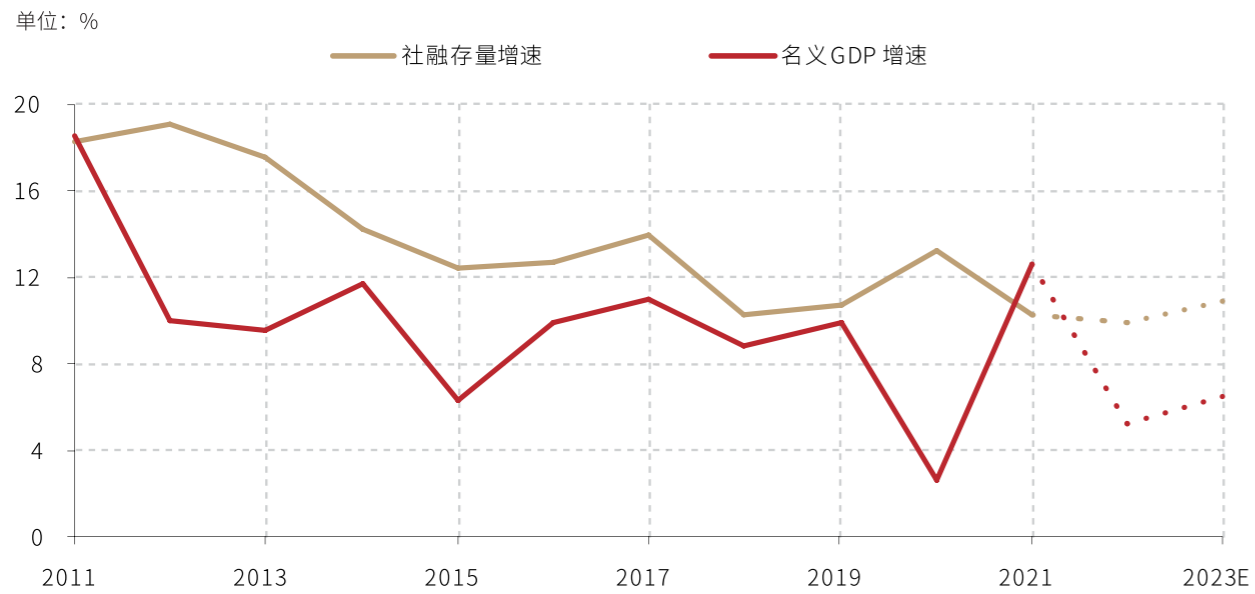
从流动性来看，货币政策短期仍将维持宽松状态，为经济修复提供有利的融资环境。国内通胀水平 2023 年预计整体温和，CPI 同比增速在 2% 左右，核心 CPI 约 1.7%，PPI 同比增速 0%，全年走势如图所示。

2023 年 CPI 与 PPI 走势预计



2022年以来，实际利率水平有所回落，但仍高于2017年低点。考虑到当前经济增长压力，利率水平仍然偏高，货币政策引导利率下行仍有必要。2023年在稳增长政策发力和经济内生动能修复的背景下，信用环境有望企稳回升，预计社融增速接近11%，剩余流动性（社融增速-名义GDP增速）将逐渐收敛，但仍处于宽松区间。

2023年剩余流动性仍处于宽松区间



从市场估值来看，2022年经济增长承压、疫情反复之下居民消费和购房信心受挫，宽信用受阻，A股估值呈回落趋势，主要指数整体估值处于历史中等偏低水平。展望2023年，海外流动性改善、美债收益率回落、中美利差扩大，同时防疫措施优化、稳增长政策发力，均有利于市场估值抬升。

当前市场隐含较为充分的悲观预期，风险溢价处于高位。2021年3月以来，十年期国债收益率持续下行，但权益市场反应的利率预期持续上行。复盘历史，权益市场反应的利率预期与十年期国债收益率明显背离出现过5次，背景通常对应金融危机、地产政策收紧、经济基本面走弱，从而冲击风险偏好。当基本面确认改善后，风险溢价收窄、背离结束，权益市场迎来明显的上涨。

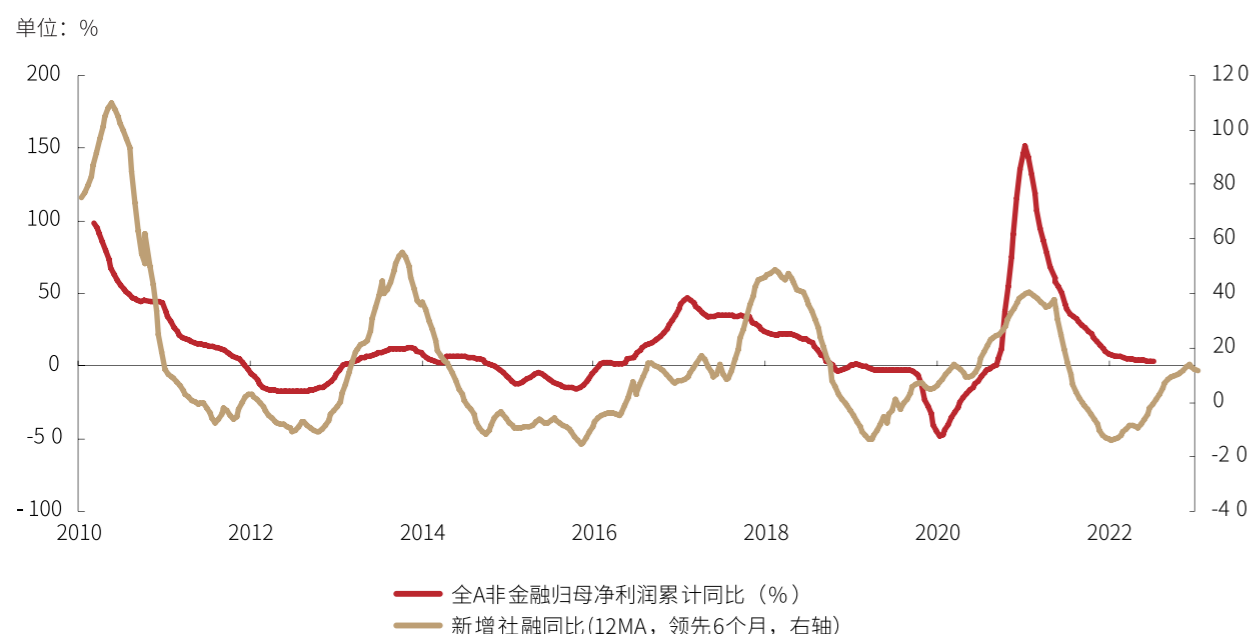
利率预期和国债收益率背离结束后沪深300表现

	未来20交易日	未来60交易日	未来120交易日
2008-11-4	13.0%	30.1%	64.2%
2010-7-1	12.3%	12.4%	18.8%
2011-12-31	4.8%	7.4%	5.1%
2015-9-15	9.0%	12.6%	-5.8%
2018-12-31	6.1%	31.9%	30.8%

2. 中观：看好消费、金融地产、TMT 三大板块

整体来看，2023 年企业盈利增速将底部回升。我们预计全 A 净利润增速约 4.75%。按照历史规律，社融增速拐点领先 A 股非金融净利润增速拐点 6 个月左右，同时非金融企业盈利的上行周期平均约 5 个季度，而下行周期约 7-8 个季度。本轮 A 股非金融企业盈利增速在 2021 年上半年见顶，截至 2022 年四季度已下行 6-7 个季度，接近底部区间。

社融增速拐点领先 A 股非金融净利润增速约 6 个月



综合考虑 2023 年盈利增速走势、短期景气度边际变化、估值、成交拥挤度指标，我们认为，金融地产、TMT 和消费板块性价比较高。

2.1 金融地产：盈利增速回升确定性高

金融地产板块包括银行、房地产、非银金融 3 个申万一级行业。2021 年金融板块盈利增速为 4%，占 A 股净利润增速比重为 49.9%。稳增长政策发力、信用扩张是金融地产板块盈利回升的主要原因，预计 2022 年、2023 年板块盈利预期增速分别为 5%、9%。

2023 年金融地产板块盈利增速回升主要由房地产和非银板块带动。信用温和扩张支持银行利润改善，但考虑到净息差可能收窄，预计银行盈利增速维持平稳。而房地产销售、融资、投资指标都将有所修复，对房地产板块利润形成支撑。

申万一级行业	盈利占比 (2022E)	盈利增速		
		2021	2022E	2023E
银行	40.8%	12.6%	7.0%	平
房地产	0.0%	-84.5%	-118.0%	上
非银金融	6.6%	10.3%	-11.6%	上

2.2 消费：三方面原因驱动盈利增速回升

消费板块包括商贸零售、家用电器、汽车、农林牧渔、纺织服饰、社会服务、美容护理、食品饮料 8 个申万一级行业。2021 年消费板块盈利增速为 -11%，占 A 股净利润增速比重为 5.7%。预计 2022 年、2023 年板块盈利预期增速分别为 21.7%、23.3%，食品饮料、社会服务等行业的盈利修复是主要拉动动力。

板块向好受益于三方面原因：一是疫情管控放松有利于消费的修复；二是地产销售回暖有利于地产后周期行业营业收入和利润的回升；三是 CPI-PPI 剪刀差转正有利于消费板块整体的毛利率和净利率底部改善。

申万一级行业	盈利占比 (2022E)	盈利增速		
		2021	2022E	2023E
食品饮料	3.2%	11.9%	17.1%	上
农林牧渔	0.3%	-143.2%	159.1%	上
商贸零售	-0.2%	-170.2%	28.7%	上
汽车	2.2%	16.4%	39.7%	下
家用电器	1.8%	9.6%	16.3%	下
纺织服饰	0.4%	62.7%	-10.9%	上
社会服务	0.0%	-12.0%	71.1%	上
美容护理	0.2%	34.1%	18.6%	上

2.3 TMT：发展与安全拉动板块盈利回升

TMT 板块包括计算机、电子、通信、传媒 4 个申万一级行业。2021 年 TMT 板块盈利增速为 37.6%，占 A 股净利润增速比重为 6.6%，预计 2022 年、2023 年板块盈利预期增速分别为 1.9%、

28.7%。消费电子需求回补，与政策强调发展与安全，加强对信创产业等数字经济领域的投资是拉动板块盈利回升的主要原因。当前板块景气度预期已经低于历史最低水平并有所反弹，至暗时刻或已过去。

申万一级行业	盈利占比 (2022E)	盈利增速		
		2021	2022E	2023E
计算机	0.9%	-8.9%	2.7%	上
电子	2.8%	97.4%	-11.9%	上
通信	3.3%	1.1%	21.4%	下
传媒	0.6%	284.1%	-8.5%	上

此外，稳定类板块²由于出行恢复、交运行业盈利增速回升带来盈利回升，但当前板块景气度预期变差，本轮下行距上两轮低点仍有一定空间。医药板块主要受个别行业 2022 年高基数影响，上游周期板块³受供需紧张缓解、大宗商品价格下行影响，中游制造板块⁴受外需回落、电力设备供给释放影响，预计盈利增速均将有所回落。



² 包括公用事业、交通运输、建筑装饰 3 个申万一级行业

³ 包括建筑材料、石油石化、有色金属、基础化工、煤炭、钢铁 6 个申万一级行业

⁴ 包括环保、机械、电力设备、轻工制造、国防军工 5 个申万一级行业

2023 年各板块盈利增速预测		
板块	2023年盈利增速	历史盈利走势
上游周期	下	
金融地产	上	
消费	上	
医药	下	
TMT	上	
中游制造	下	
稳定	上	

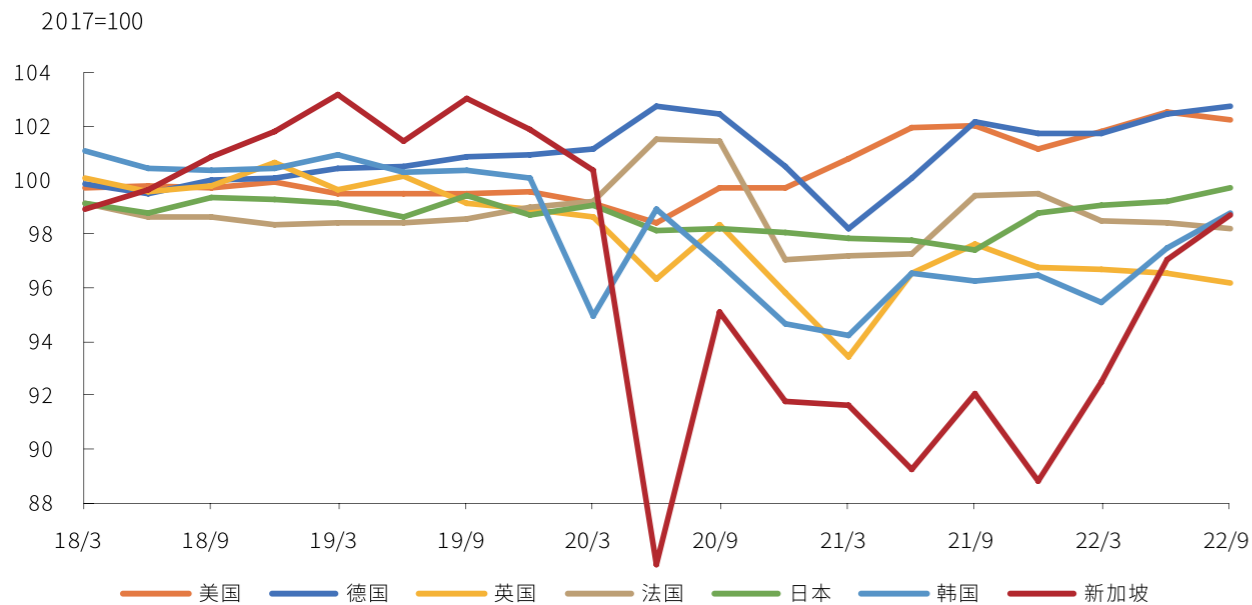
3. 微观：聚焦“大消费”

我们认为，2023 年对经济增长的拉动率排序分别是消费 > 投资 > 出口，居民消费增速有望回升至 8% 左右，乐观情形下有望回升至 9% 以上，将成为经济增长的主要贡献。

GDP 增速及拉动率预测		
	2022E	2023E
GDP	3	5.0
消费	1.3	3.3
资本形成	1	2.7
净出口	0.7	-0.2

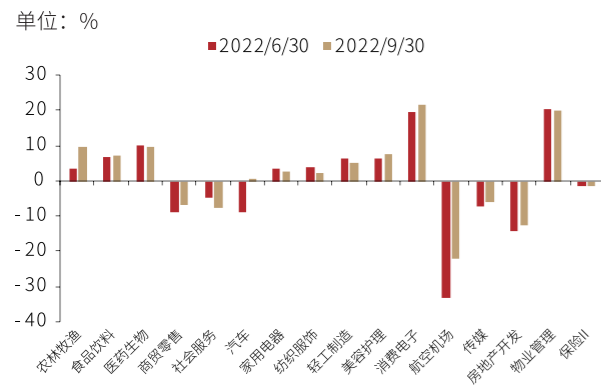
驱动“大消费”行业的因素有三：一是疫情管控放松。多数国家在疫情管控放开后，居民储蓄率下降，消费 /GDP 比重抬升；二是地产政策放松。预计 2023 年在“保交楼、保主体”的政策思路下，地产竣工和销售将回归正常趋势；三是消费潜力提升。中央经济工作会议将消费放在明年扩内需的重要位置，未来 5 年劳动力人口比重下降、收入分配公平化都有利于居民消费倾向的提升。

疫情管控放开后多数国家消费/GDP 比重抬升

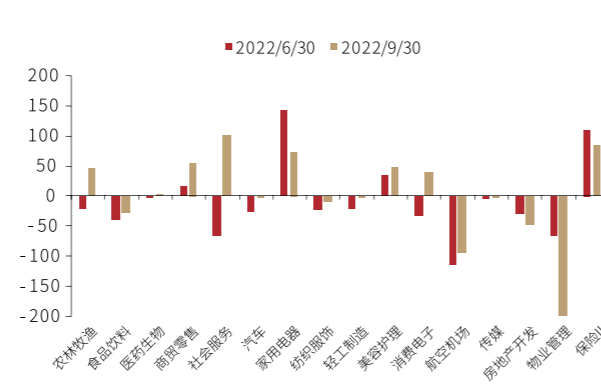


从上市公司已披露的三季报来看，“大消费”行业盈利仍承压，不过收入和现金流出现改善。同时，部分消费行业对未来的预期迈过最差阶段，主动加杠杆增加资本开支。与 A 股非金融整体杠杆率小幅下滑的趋势不同，部分消费行业仍延续着二季度以来的加杠杆节奏，有息负债率、资产负债率较往年同期大幅抬升。

行业 Q2 及 Q3 累计收入增速



行业 Q2 及 Q3 经营性现金流增



我们较为看好商品、服务和地产三类消费。其中，接触类服务业预计率先复苏，短期弹性大、空间大但确定性偏弱。从海外国家修复情况来看，服务消费依赖于消费场景的恢复，部分行业由于消费习惯

的改变，可能无法回到疫情前。

地产相关消费短期将受制于地产销售低迷，但空间大、确定性相对较高。相关上市公司收入与利润相对 2019 年收入和利润规模仍有差距，预计地产销售同比增速已经触底，在政策推动下 2023 年竣工端恢复有保证，销售修复是大概率事件。

商品消费中，出行社交类商品、高端商品短期弹性较大，但空间相对地产和服务消费小，需关注乘用车、化学制药、白酒等部分行业库存和产能方面的压力。

从估值和市场预期来看，地产消费、部分服务和商品消费回调充分，而地产消费预期仍在低位，服务与商品消费预期则在高位。建议关注服务消费中的传媒互联网、保险行业；地产消费中的房地产、家居、家电、房地产服务；商品消费中的照明，中药、食品。

	基本面		预期面	估值面
	弹性	持续性		
商品消费	中	中	中	中
地产消费	低	高	低	低
服务消费	高	低	高	高

此外，两方面风险需要注意。一是海外通胀下行是否一帆风顺仍需关注。美国劳动力市场缺口虽然较此前有所下降，但仍维持高位。通胀黏性或导致海外流动性改善节奏低于预期。二是国内通胀上行幅度或超预期。防疫管控放松后，往往更加有利于需求端的修复，相对不利于供给端的修复。近两年，海外多数国家核心 CPI 均出现了明显抬升，特别是 2022 年疫情放开后上行斜率更为陡峭，后续需关注国内服务业供给主体、劳动力供给的变化。

2-2 宏观利率 宏观风险收敛 利率中枢略升

2023年，随着美联储货币政策和国内疫情防控逐步向常态回归，内外部宏观风险或将有所降低。需要注意的是，这并不意味着海外货币政策全面转向宽松或国内经济重启后立即出现显著改善，这种状态更可能是缓和而非反转。

对于债券市场而言，我们认为2023年的债券收益率中枢水平可能略高于2022年，但存在上限约束。考虑到2022年11月以来市场的剧烈调整，尤其对于高等级信用债与大行二级、永续债等品种，投资者不宜过于悲观。

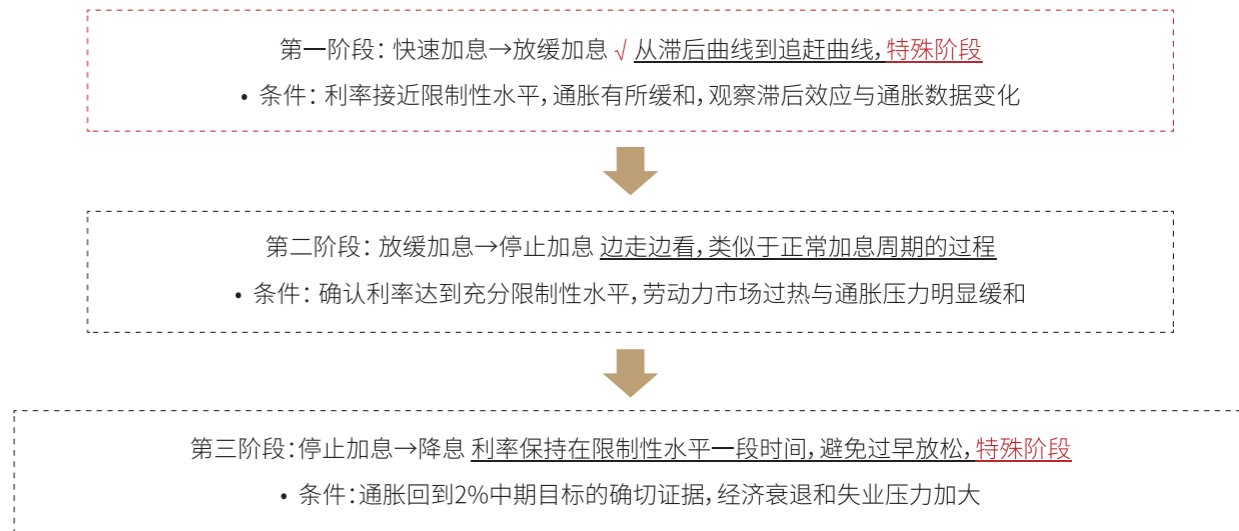
1. 美联储宽松仍需时间 美债收益率回落或有曲折

2022年12月，FOMC（联邦公开市场委员会）的点阵图显示，2023年底政策利率水平将在5%以上，鲍威尔表示2023年暂不考虑降息，而市场对加息终点与降息时点的假设相对乐观，认为一季度利率高点为4.75-5%，2023年底降至4.25-4.5%。

始于2022年3月的本轮美联储货币政策转向可以分为快速加息，追赶曲线→放缓加息、边走边看→停止加息，维持高利率→降息的三个转向阶段。在近期通胀读数缓和的背景下，第一阶段的拐点已经出现。随着利率接近限制性水平，考虑到政策的累积效应与滞后效应，追赶曲线的过程告一段落，加息幅度放缓，下一阶段的核心关注点切换到加息的高度和高利率的持续时间。

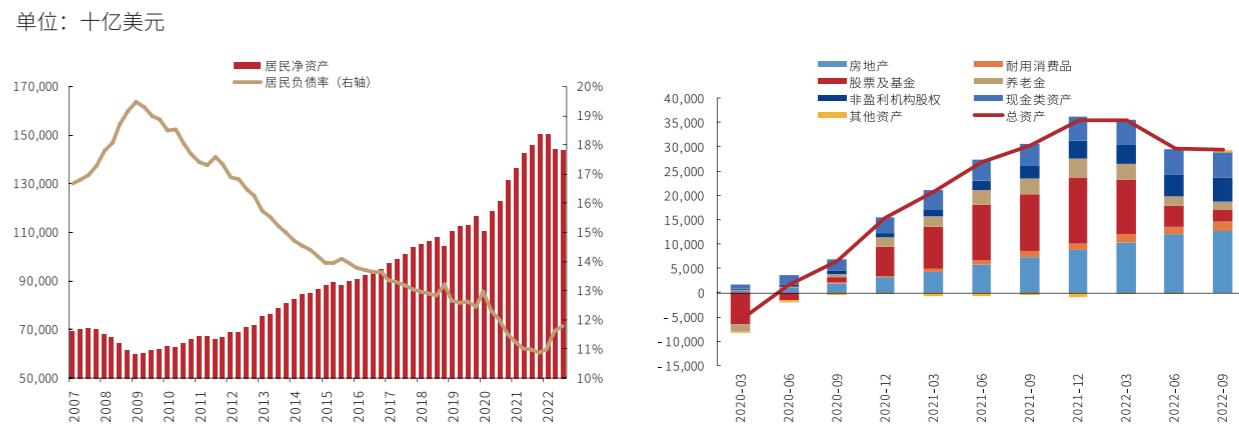


美联储货币政策转向三阶段



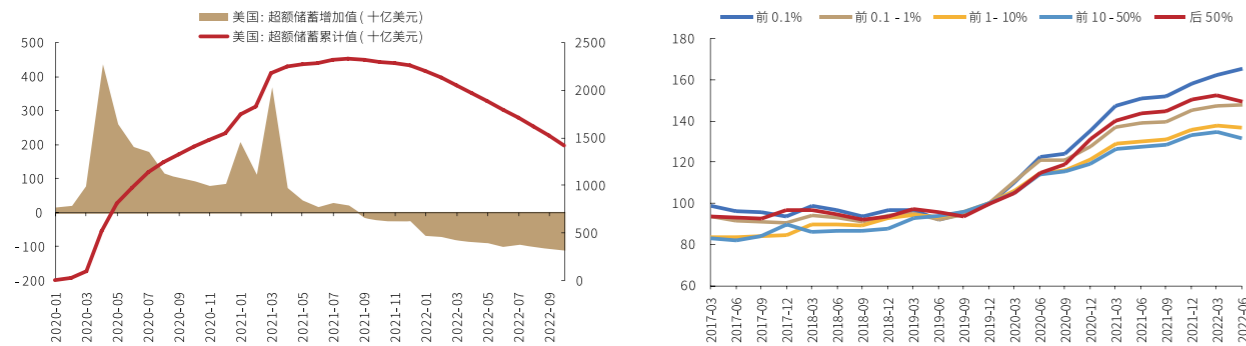
美联储进一步转向需要看到劳动力市场趋于平衡与服务通胀降温，而劳动力市场紧张与服务通胀韧性的根源是美国强劲的居民资产负债表。目前美国居民资产负债率仍明显低于疫情前。尽管美股和房价有所回调，但资产增值相较疫情前仍然较多。

美国居民资产负债情况



作为美联储关注的重要变量，居民部门的剩余储蓄消耗在加快，但剩余约60%，现金资产处于高位。

美国超额储蓄与居民现金资产



考虑到以上情况，美联储进一步转向尚需时间。此外，俄乌冲突、疫情等对供给端的潜在扰动也构成不确定性。历史上，美债收益率拐点通常领先加息终点，2022 年 10 月底、11 月初可能就是本轮高点。后续如果加息高点或维持高位的时间超出预期，美债收益率回落的过程或仍将面临波动和反复。

美债收益率拐点与加息终点历史表现

	放缓加息	停止加息	开始降息	2Y见顶	领先停止加息(月)	10Y见顶	领先停止加息(月)
1984年	1984-08	1984-09	1984-09	1984-06	3	1984-06	3
1989年	1989-05	1989-06	1989-06	1989-03	3	1989-03	3
1995年	1995-02	1995-03	1995-07	1994-12	7	1994-11	8
2000年	2000-06	2000-06	2001-01	2000-05	1	2000-01	5
2006年	2006-08	2006-08	2007-09	2006-06	2	2006-05	3
2019年	2019-01	2019-01	2019-08	2018-10	3	2018-10	3
平均值					3.2		4.2

2. 消费、地产、核心 CPI——市场的三个主要分歧

当前时点，市场对 2023 年消费、地产、核心 CPI 三个指标存在分歧。

就节奏而言，疫情的短期扩散与冲击或将持续一到两个季度，流量回归到相对正常的状态可能要等到

二季度中后期。疫情管控放开后，海外经济体的核心通胀普遍有所抬升。不过我们认为，2023 年国内的通胀压力将相对温和，导致货币政策收紧的概率较低。下半年随着疫情影响逐渐消退，经济增长有望达到更高的水平。就空间而言，消费与地产的修复均相对温和，有望带动 2023 年 GDP 增速回升至 4.5-5%。

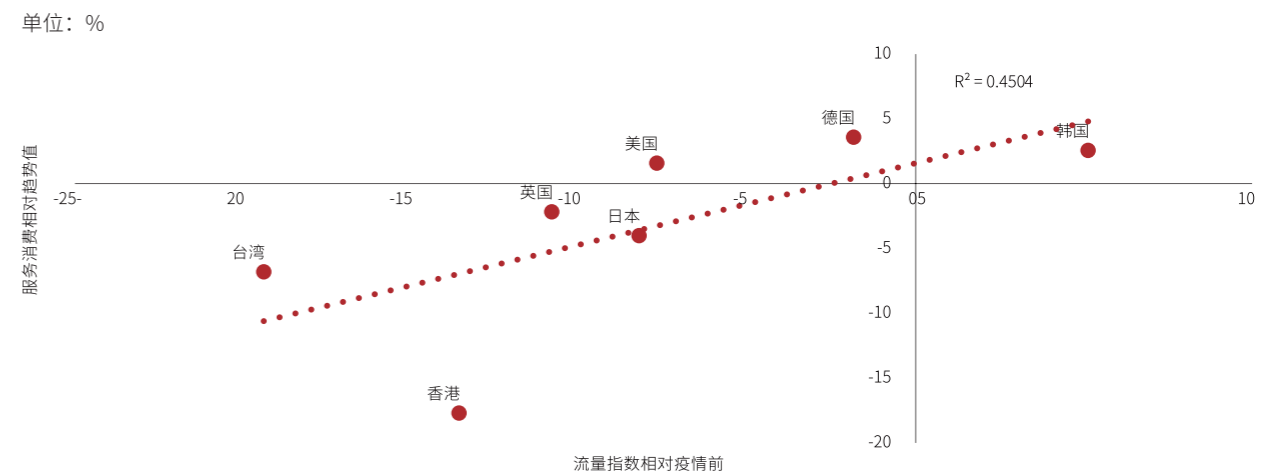
2.1 消费：较市场中性预期偏谨慎

当前市场有乐观者认为，疫情影响逐步消退后，流量将会恢复至接近疫情前的水平，服务业、就业和居民收入也会好转。消费场景修复、地产链条消费复苏，与促消费政策继续发力，都会推动消费向好。

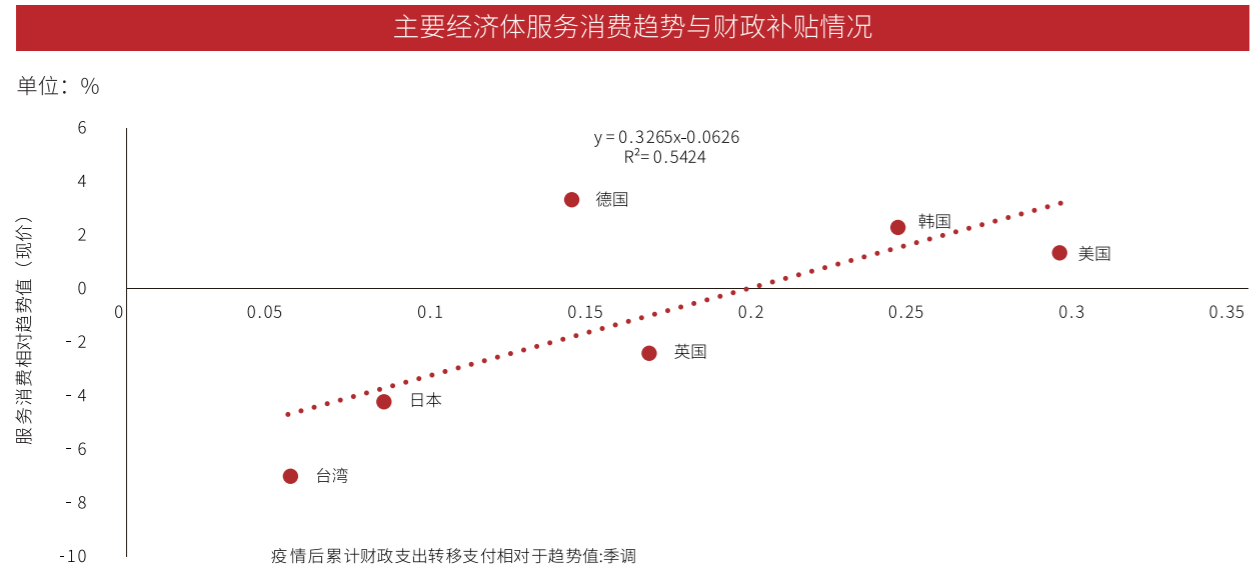
也有悲观者认为，流量难以恢复至疫情前的水平，会对服务消费形成持续制约。疫情带来的收入预期不稳、风险偏好降低和预防式储蓄增加将具有一定持续性。而房地产市场低迷将导致居民资产缩水，抵抗风险的能力下降，因而减少消费支出。

我们与市场中性预期相比更偏谨慎。一方面，参照海外情况，防疫政策放松后各经济体流量恢复的程度差异较大，东亚、东南亚经济体的恢复整体弱于欧美，仍低于疫情前的水平。值得注意的是，流量层面的差距并非来自于开放顺序的早晚。实际上，尽管 2022 年东亚、东南亚经济体开放速度加快，但流量水平受制于奥密克戎高传染性的反复影响，普遍都没有超过 2021 年的高点。我国由于“动态清零”政策极大降低了前期疫情的冲击，后续国内受到疫情影响的长尾效应可能比其他经济体更为明显。

主要经济体服务消费趋势与流量指数



另一方面，疫情以来海外居民收入很大程度上依赖于财政补贴。相比于工资收入，财政补贴力度更能解释海外服务消费恢复程度的差异。而我国尚未出台针对居民部门的大规模财政补贴，消费恢复可能会弱于海外。同时，我国居民收入增速出现了一定程度下滑。尽管我国居民部门在疫情期间积累了一定的储蓄，但在除了美国之外的大部分经济体，居民风险偏好的修复相对缓慢，超额储蓄对消费的促进并不明显。



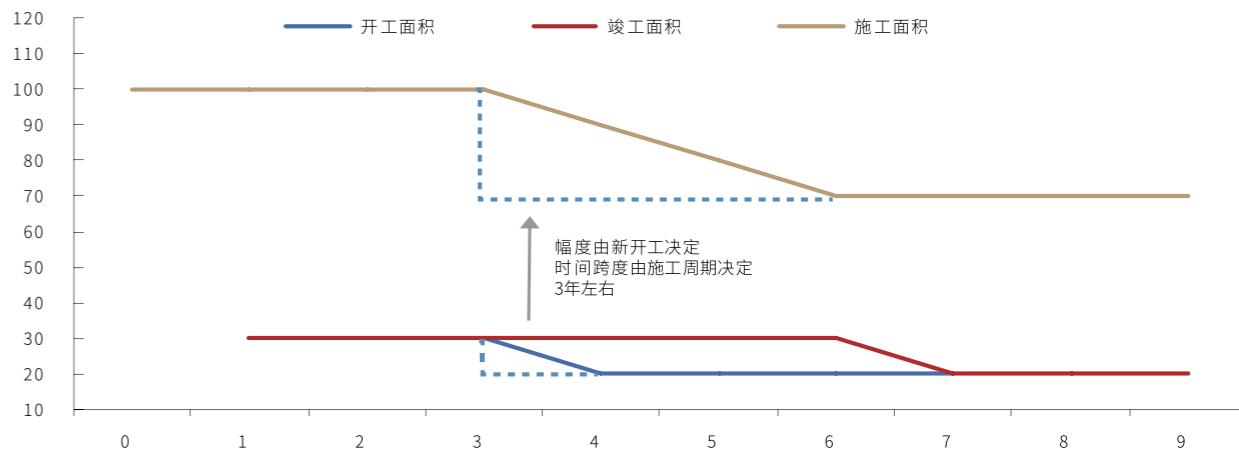
2.2 地产：较市场中性预期偏谨慎

当前对地产偏乐观的逻辑认为，预期还将有更大力度的需求端刺激政策出台，如新一轮棚改货币化等。政策会推动房企融资修复和“保交楼”实现，居民购房预期将回升，叠加疫情缓解后居民收入修复，形成“销售 - 拿地 - 开工 - 施工”的正向循环。

同时，也有观点认为，适龄购房人群数量的下降以及城镇化的放缓，供需两端政策的效果或不乐观，在房企拿地和新开工已经连续两年负增长的情况下，2023年的房地产投资难有显著改观。

我们与市场中性预期相比偏谨慎。一是从人口结构变化上来看，高购房需求人口的减少可能也是导致近两年地产销售下滑的重要原因。在这一背景下，疫情影响减弱与政策刺激发力对销售的提振可能会打折扣。二是前期的高周转模式累积了大量在建项目，在前端新开工大幅下滑的基础上，“保交楼”的体量不足以对冲后端施工投资收缩的惯性。我们倾向于认为2023年地产施工投资的降幅可能会达到-5-10%。

地产开工、竣工与施工关系



除了对消费和地产相对谨慎外，我们对其他变量的假设接近市场中性预期。合并来看，2023年经济增速有可能达到4.5%以上，但超过5%存在难度，不宜高估经济重启后的弹性。

2023年经济增速预测

增速 (%)	市场中性预测	我们的预测
居民消费支出	6.9	6-7
地产投资	-3.2	-5至-10
基建投资	8.7	5-10
制造业投资	7.9	5-10
出口	-2.6	-3至-5
实际GDP	5	4.5-5

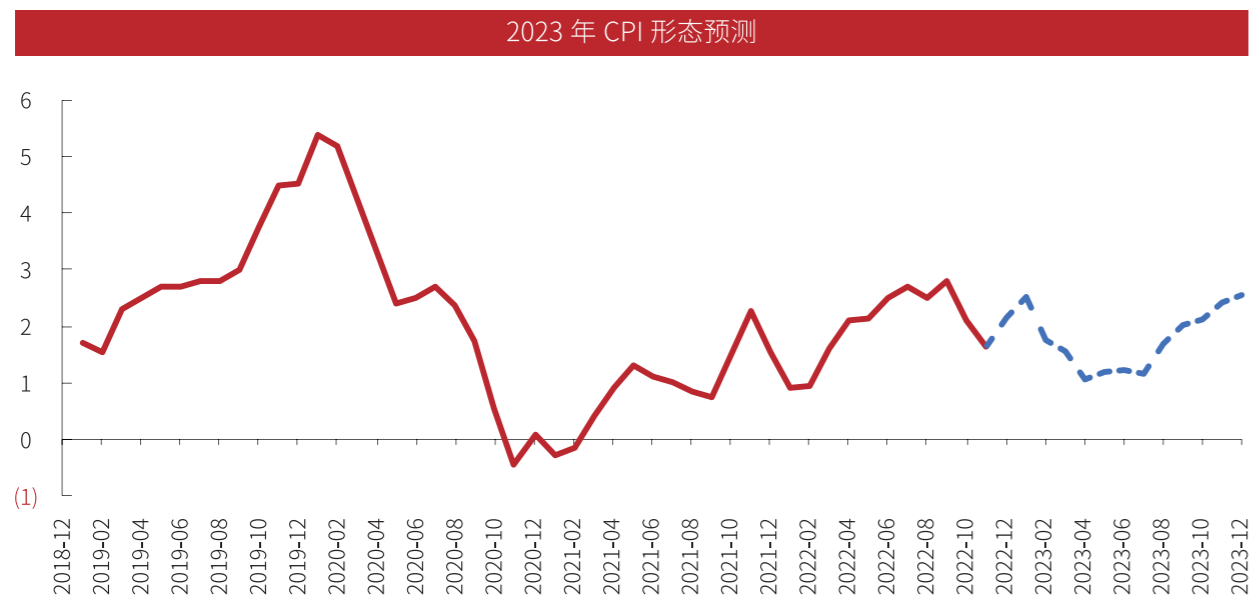
2.3 核心 CPI：风险相对可控

疫情管控放开后，海外经济体的核心通胀普遍有所抬升。其中既有核心商品的贡献，也有服务分项的贡献。我们认为，2023年国内的通胀压力将相对温和，导致货币政策收紧的概率较低。

核心商品通胀剔除了能源、粮食等输入性成分，其压力大小主要取决于国内工业产能紧张的程度。特别是在疫后全球供应链摩擦加大的背景下，需求扩张力度大、产能退出多的国家压力更大。考虑到我国的产能利用率整体处于偏低水平，同时中下游库存水平较高，能够提供一定的缓冲。

此外，尽管感染和对健康的担忧可能对劳动力供给产生一定影响，但因供给减少而导致劳动力市场供求明显失衡的问题并不普遍，仅限于美英等个别国家。考虑到我国劳动力市场供需宽松，薪资上涨对服务通胀的影响或低于海外。

假设疫情短期冲击后，消费在二季度中后期快速修复，核心 CPI 环比达到并维持在 2021 年二季度的水平，2023 年的核心 CPI 中枢为 1.4%。进一步考虑到猪价和油价的高基数，2023 年的 CPI 中枢可能在 2% 以内，高点超过 3% 的概率不大，相对温和的通胀压力不至于导致货币政策收紧。



3. 债券利率中枢略升 存在上限约束

整体上，我们预期 2023 年的债券收益率中枢水平可能略高于 2022 年。经济景气度和融资需求可能较 2022 年有一定程度的修复。同时，压低短端收益率中枢的因素 2023 年或将减弱，一是央行利润上缴、财政留抵退税等政策空间有所收窄，二是风险偏好下降，资金从权益市场转向货币、短债市场，从而导致居民储蓄大幅增加的状况有望缓解。



前期随着理财规模快速增长而压缩的信用利差，银行二级资本债和大行永续债等流动性溢价重新扩张。不过我们认为，收益率上行与利差扩张存在上限约束。一方面，考虑到经济增速仍然低于潜在增速、通胀压力相对温和，流动性不具备收紧基础，有望保持稳定甚至偏宽松。另一方面，在债务风险与融资接续压力较大的背景下，利率大幅上行本身就容易造成信用收缩与风险暴露。

进一步考虑到 11 月以来资金利率收敛以及理财负反馈造成的市场剧烈调整，当前收益率水平下策略已不宜过于悲观，尤其是对于前期调整幅度较大的高等级信用债与大行二级资本债、永续债等品种。

此外，我们认为要对海外衰退压力与货币政策调整、地缘政治风险，以及国内政策刺激力度、疫情形势的变化等不确定性因素保持密切关注。

03 赛道掘金

INDUSTRY STRATEGY

- 3-1 / 消费
- 3-2 / 新能源
- 3-3 / TMT
- 3-4 / 医药
- 3-5 / 金融地产
- 3-6 / 港股

3-1 消费

双主线布局 迎接基本面修复的曙光

2022年，消费板块遭遇了明显的“戴维斯双杀”。挥之不去的新冠疫情，突如其来的地缘风险与纷至沓来的美联储加息，使得消费板块盈利和估值的双双下跌。直到11月之后，市场预期开始扭转，国内不断优化防疫政策，俄乌冲突推高的大宗商品价格出现明显回落，美国通胀数据超预期回落，市场随之演绎复苏预期。

我们认为，2023年大消费板块或将迎来基本面反转，其估值也存在修复的预期。可考虑从两条主线布局：一是消费场景修复带来的困境反转。啤酒、白酒、餐饮供应链、免税、本地生活平台等基本面的修复力度预计将比较强劲；二是可选消费的基本面复苏。随着消费场景修复，经济和居民信心将受益于疫情防控政策优化，从而带来居民消费能力和消费意愿的提升，这些间接受益的板块，则主要集中于可选消费。

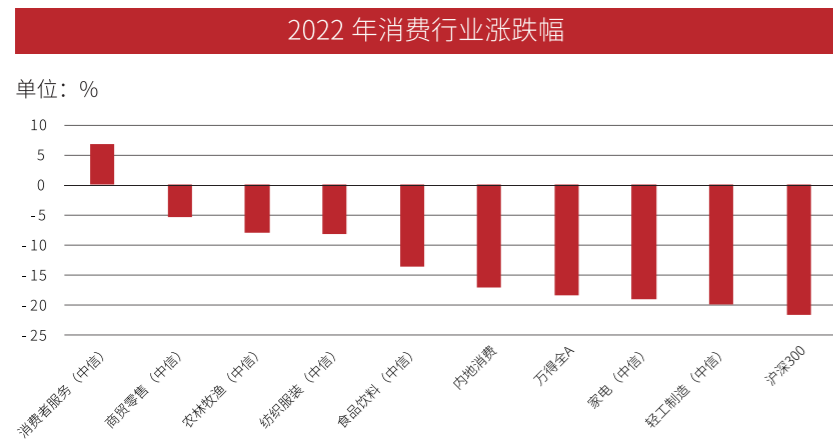
1. 消费的明天会更好吗？

回顾2022年细分行业和板块，基本面的低迷导致了2022年消费板块的沉寂，特别是机构重仓的板块跌幅更大。其中，消费者服务全年表现较好，其相对应的二级行业里面，酒店和餐饮、旅游和休闲涨幅靠前，主要是市场基于对疫情管控政策变化的提前博弈；一般零售板块受益于消费复苏的预期，在11月



之后表现较好；纺织制造则受益于海外需求与人民币贬值。

而家电和轻工制造中的地产后周期品种表现较差，如家居、厨电以及包装印刷等成本上行的品类，此外是机构配置较多的板块，食品饮料下跌幅度在双位数以上，子行业里酒类和食品下跌幅度在 13% 左右，饮料跌幅则更大，达到了 21.65%。



数据来源: Wind, 2022.1.1-2022.12.31

二级行业	涨跌幅 (%)
酒店及餐饮 (中信)	20.41
一般零售 (中信)	6.62
旅游及休闲 (中信)	6.30
渔业 (中信)	-2.20
纺织制造 (中信)	-5.53
畜牧业 (中信)	-8.96
文娱轻工II (中信)	-10.15
专业市场经营II (中信)	-10.49
品牌服饰 (中信)	-11.30
造纸III (中信)	-11.49
食品 (中信)	-12.58
酒类 (中信)	-13.42
专营连锁 (中信)	-14.09
农产品加工II (中信)	-15.06
综合服务 (中信)	-15.17
照明电工及其他 (中信)	-16.19
林业 (中信)	-16.30
种植业 (中信)	-16.97
其他轻工II (中信)	-18.62
贸易III (中信)	-18.70
教育 (中信)	-19.10
白色家电III (中信)	-19.31
小家电III (中信)	-20.64
饮料 (中信)	-21.65
家居 (中信)	-24.01
包装印刷 (中信)	-24.45
厨房电器III (中信)	-25.25
电商及服务III (中信)	-28.12

疫情管控放松后，2023 年消费板块会如何表现？我们可以参考几个代表性国家的疫后消费修复路径。

美国在 2020 年 6 月后陆续放松管控，2021 年 9 月份开始全面放开，疫情后对居民有三次大规模的补贴，因此人均可支配收入反而一度大幅增加。在收入不受影响而管控措施全面放开后，美国的消费基本回归至疫情前水平，但此后因储蓄率进一步创出新低，通胀在 2021 年大幅走高，旺盛消费后续可能面临压力。从消费恢复的路径来看，商品消费快于服务消费，必选消费快于可选消费，酒店出行虽略慢但也已近基本修复。

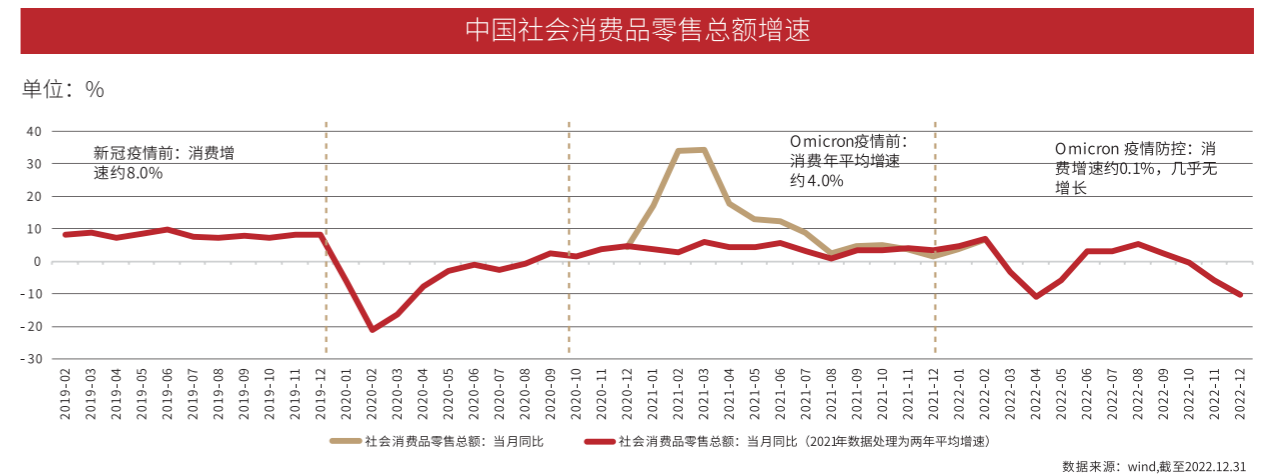
再看毗邻的越南。作为制造业强国，越南在 2021 年 10 月份后转为与新冠共存，在改变防控措施后约 4 个月，零售额同比增速首次转正，此后奥密克戎的传播也没有对经济产生明显负面冲击，消费在 2022 年出现了明显恢复，商业、服务业、宾馆餐饮、旅游业接踵恢复。

接着转向新加坡。2021 年 6 月后，新加坡首次开始转变防疫思路，2022 年 3 月底正式迈向全面共存。叠加出台消费券措施，新加坡消费逐步修复，零售销售额 2021 年 11 月恢复至 2019 年同期水平，餐饮恢复略滞后。

由上可见，疫情管控放松之后，消费的修复确定性较强。修复路径大致遵循商品消费快于服务消费，必选消费快于可选消费，酒店出行较慢，但也基本上能够接近修复。而国内随着感染人数快速过峰，消费也有望即将开始走向复苏。如有第二波感染高峰，对经济可能只有小幅扰动，不会影响复苏的大趋势。

2023 年国内社会消费品零售总额在低基数下增速或达 8% 以上。

假设疫情后的消费短期潜在增长中枢能达到 4% 左右（奥密克戎之前德尔塔病毒防控期的消费年均增速），考虑到 2022 年的低基数，我们预计 2023 年国内消费增速有望达到 8% 以上。若经济内生增速修复更好，居民收入恢复更快，则消费增速有望更快。



数据来源: wind,截至2022.12.31

从 2020 年的国内复苏节奏来看，商品零售的恢复程度更快且后续波动更小，餐饮前期受疫情影响受损较大，修复过程相对较慢，且后期仍会持续受到疫情影响呈现更大波动。持续较好恢复的品类为化妆品、通讯器材、日用品、烟酒类、饮料类等。整体而言，我们认为，本身更具增长空间的可选消费品类在疫情后的复苏弹性较大。

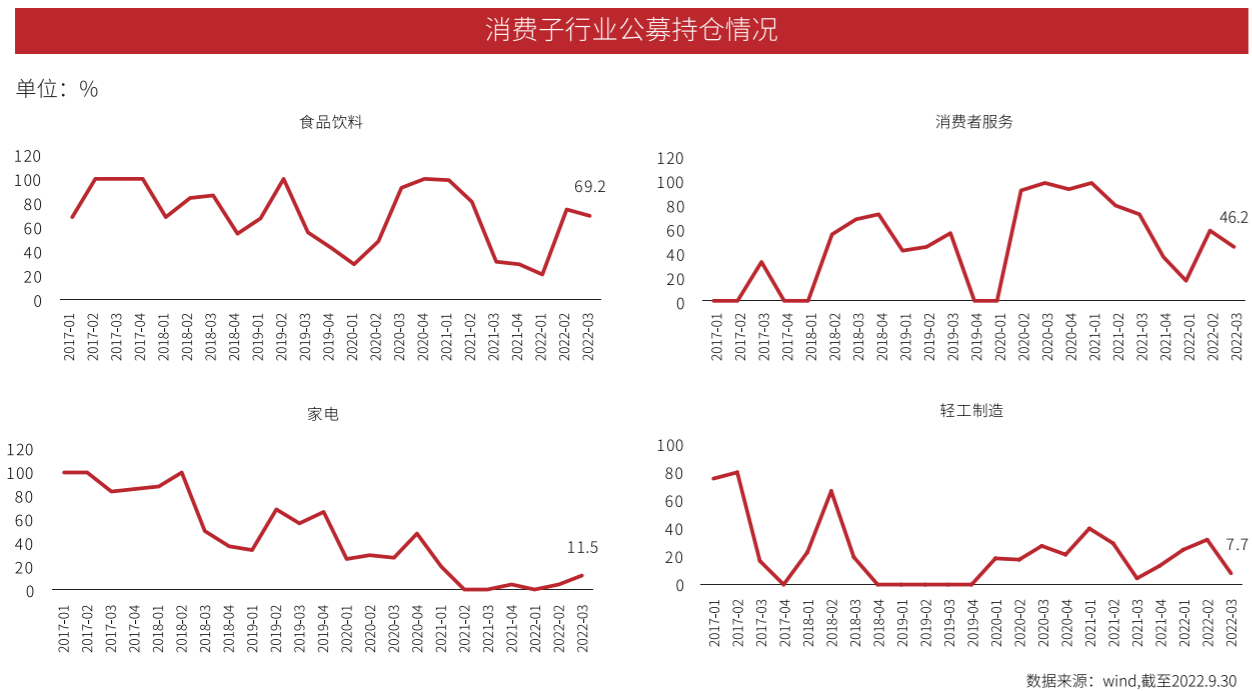
与此同时，从二十大报告提出“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用”，到出台《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，再到中央经济工作会议指明“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，2023 年政策有望对消费给予更大的扶持力度。而消费券对当地数据拉动作用可达 7-10 倍，未来各地有望继续出台消费券政策。

疫情防控期间，消费场景受到影响，同时经济下行使人们担心未来。前者会增加被动储蓄，后者会增加主动储蓄。随着管控放开，阶段性高储蓄率有望得以释放。此外，经济活动的逐步恢复，对中低收入人群会带来就业指标的改善、当期收入的提高和对未来收入信心的恢复；而地产“三支箭”的支持，财富缩水的预期开始扭转，有望带动高收入群体居民消费信心的回暖，居民加杠杆存在较大空间。

消费是一个接地气的行业，从中微观数据也已观测到较为乐观的结论。疫情快速过峰以来，地铁客流量出现了快速修复，海南机场客流量已经恢复到 2019 年同期的 85% 以上，海底捞等餐饮也已恢复到正常状态。这些高频数据也使我们更有信心认为，消费在疫情之后能够出现快速的回暖。

2. 优选投资机会 抓住两条主线

从估值来看，除消费者服务外，当前消费板块各子行业 PE 或 PB 均在历史中枢以下。大部分公募持仓也处于历史上偏低分位数水平，仅农业、汽车的基金配置分位数处于较高水平。而从外资配置比例来看，餐饮、家电、消费者服务的外资持股比例近两月已明显回流。



外资持仓近期回流



我们认为，2023 年，大消费板块或将迎来基本面反转，其估值也存在修复的预期。可考虑从两条主线布局：一是消费场景修复带来的困境反转。疫情管控优化对前期受损较大的子行业更为利好，消费场景的恢复或推动基本面困境反转，例如食品饮料中的餐饮供应链、啤酒、白酒；消费者服务行业中的免税、酒店、本地生活平台、餐饮、景区，这部分投资机会可能估值会先于基本面修复。此前部分板块对于疫情管控政策调整预期的博弈，都是在兑现这部分的投资机会。此外，国内疫情早于预期达峰，市场也会预期后续基本面的恢复速度更快，这部分行情可能在疫情达峰前充分演绎。对于这部分预期修复的标的，当前估值与 2023 年基本面的匹配度更为重要。整体而言，我们认为啤酒、白酒、餐饮供应链、免税、本地生活平台的当前估值依然在合理水平，2023 年基本面的修复力度也将比较强劲。

二是可选消费的基本面复苏。除了消费场景之外，经济和居民信心也将受益于疫情防控政策优化，从而带来居民消费能力和消费意愿的提升，这些间接受益的板块，主要集中于可选消费板块，例如纺织服装行业中的品牌服饰，商贸零售行业中的电商、黄金珠宝、化妆品，消费者服务行业中的人力资源服务行业以及同时受益于地产政策放松的家电、家居。

当市场对经济和消费基本面复苏更加确信时，这部分投资标的估值也会提前修复，但更主要的投资机会还在于其基本面的实质性兑现阶段。这是因为，市场除了对消费板块的担忧，也有基于行业格局、成本压力等中微观因素的担忧，需要更加自下而上仔细甄别。当基本面兑现，这些板块和标的可能会迎来基本

面和估值的戴维斯双击。我们相对较为看好运动及中高端男装、化妆品、人力资源服务、新兴家电品类、预调酒、奶酪等细分行业。👁

3. 消费各行业年度观点

行业	主要观点
食品饮料	<ul style="list-style-type: none"> 白酒:白酒行业自愈能力强,疫情政策放松对行业是确定性利好,行业有望用1-2个季度的时间彻底完成调整,景气度长期向上的趋势不变。白酒基本面和估值均具备牛市基础,目前估值已先于EPS进行修复。2023年白酒投资分两阶段展开:1)当下先买入一线白酒的确定性和小酒的α机会;2)待基本面出现拐点后,加配次高端。 大众品:在疫情政策放松、成本分化下行的背景下,我们已观察到积极因素,疫情修复将会是未来一段时间的主线;考虑到其间的波动性,需兼顾复苏的弹性、业绩的确定性:1)啤酒板块,兼顾疫情修复弹性和利润弹性逻辑;2)开店业态作为最典型的受损板块,2022年逆势开店的公司2023年也将受益;3)餐饮产业链:长期看好的方向,龙头公司受益餐饮市场复苏;4)调味品板块在餐饮的恢复下,基本面也将修复;5)长期看好预调酒、奶酪等成长赛道,行业beta恢复后基本面有望底部改善;6)乳制品和零食:看好具备低估值+性价比标的。
消费者服务	<ul style="list-style-type: none"> 出行产业链:随着疫情防控放开,出行政策优化,坚守疫后复苏机会。相比2022年,应淡化板块景气波动,迎接深度实质复苏。优选中期经营具备韧性或增长潜力,短期基本面已筑底的出行产业链个股。看好免税及酒店龙头。 餐饮及本地生活服务:从实质复苏节奏、业绩弹性和估值性价比角度,优先看好与本地生活、周边游相关的优质餐饮和景区个股。 人力资源服务:顺经济周期属性,符合国家经济发展方向,优质公司有望在复苏不断兑现的过程中带来估值修复。
家电	<ul style="list-style-type: none"> 地产后周期:1)厨电:与地产相关性更强。地产政策+疫情放松双重催化下,估值提升空间较大;2)白电:地产相关性相对弱,龙头公司有望价值修复。看好白电龙头长期确定性和估值回升;3)民用电工:龙头公司核心基本盘稳健,转换器竞争格局好定价能力强,墙壁开关、LED照明明年也受益地产贝塔。 新兴家电:看好投影仪和扫地机器人销量拐点到来。 新能源+相关:热管理是新能源核心零部件,龙头公司产品布局全面,储能热管理和机器人布局接力,长期具备阿尔法。
农林牧渔	<ul style="list-style-type: none"> 生猪养殖:由于出栏节奏及二次育肥等因素,猪价在季节性反弹超预期后近期快速下行,在本轮能繁母猪回升缓慢的背景下,2023年猪价不必过度担忧;目前头均市值已经回落至底部,2023年具备阶段性配置机会。 后周期板块:生猪存栏趋势回升,饲料、疫苗基本面趋势上行。饲料行业集中度持续提升,龙头公司有望持续受益。 种植板块:市场此前已多次博弈,核心关注2023年政策落地时间。 白羽鸡:海外引种受限成为本轮预期反转的起点,需关注实际的传导情况。
纺织服装	<ul style="list-style-type: none"> 品牌服饰:国货崛起是长期趋势,疫情对服装品牌线下影响较大,等待感染高峰期过后的恢复,其中港股运动、中高端男装头部品牌恢复较快。 纺织制造:我国纺织制造供应链能力强大,具有全球竞争力,外需订单景气度走弱,国际品牌正在去库存,精选壁垒高的龙头公司。
商贸零售	<ul style="list-style-type: none"> 一般零售:传统零售商受疫情影响很大,但长逻辑依然不好,疫后复苏可能会比较短暂,未来需要更多看转型的新业务。 化妆品:作为成长性行业,疫后复苏较快,但受到疫情冲击较大,期待2023年呈现较快复苏。化妆品国货龙头公司不断提升研发与产品力,线上占比高,保持强劲的增长,未来高增长的确定性也较高。
轻工制造	<ul style="list-style-type: none"> 家居:受益于地产beta复苏,家居集中度提升空间大,成长性更好。从地产政策传导顺序上,工程公司率先受益保交房,短期弹性更大。 造纸:经济下行周期中,浆价下行往往伴随纸价下行,偏短期行情。历史上,造纸大行情多来自浆纸双底后的顺周期行情。预计木浆价格未来1-2季度向下,2023年2季度后随消费复苏有望触底回升,届时关注木浆自给率高的公司。 细分景气子行业:1)离焦镜:近视防控市场大,离焦镜有望放量,龙头公司产品迭代、渠道下沉和营销能力综合领先,5年翻倍空间;2)学生文具:龙头公司的传统业务有望疫后逐步复苏,有望价值修复。

3-2 新能源 储能当先 赛道风光依旧

进入双碳时代以来,新能源行业经历了波澜壮阔的发展历程,而这一进程仍在继续。2022年,尽管由于年初较高的资金拥挤度,行业在二级市场整体表现不佳,CS电新指数全年回调20.38%,年内波动极大,但各个板块具有较好的弹性,从底部均上涨约60%以上。

2022年新能源行业指数涨跌幅

Ticker	名称	8月至年末	相比全A涨跌幅	5月至年末	相比全A涨跌幅	年初至年末涨跌幅	相比全A涨跌幅	最大回撤	最大上涨
CI005011.WI	CS电新	(19.95)	(11.78)	11.70	7.97	(20.38)	(1.89)	(37.96)	61.20
399808.SZ	中证新能	(25.80)	(17.63)	2.34	(1.40)	(25.45)	(6.96)	(36.37)	65.92
399976.SZ	中证新能源车	(27.81)	(19.63)	(0.29)	(4.03)	(27.35)	(8.86)	(36.32)	69.18
931151.CSI	中证光伏	(22.34)	(14.16)	12.58	8.84	(16.15)	2.34	(35.21)	76.07
884036.WI	Wind风力发电	(20.00)	(11.82)	17.07	13.34	(24.26)	(5.77)	(39.98)	68.42
002027.CJ	长江电气设备	(15.11)	(6.93)	16.15	12.42	(15.74)	2.75	(35.15)	59.44
884790.WI	储能指数	(14.73)	(6.55)	42.40	38.66	(7.18)	11.31	(42.19)	105.20

从估值来看,新能源各个板块业绩的高增长显著消化了估值,而过去一年整体股价的下跌,也消化了估值的溢价,目前各板块估值都已基本回到五年底部附近,估值略高于2018年底部而低于其他任何时期。

2022年末新能源行业估值

估值	名称	PE(22)	PE(23)	PE(ttm)	近一年分位数	近三年分位数	近5年分位数
CI005011.WI	CS电新	27.0	19.6	33.1	0.6	0.2	15.8
399808.SZ	中证新能	19.0	15.0	21.9	0.4	0.1	1.1
399976.SZ	中证新能源车	23.6	17.3	28.4	6.6	2.2	20.8
931151.CSI	中证光伏	18.7	15.4	22.2	0.0	0.0	0.0
884036.WI	Wind风力发电	20.7	16.6	23.9	14.0	39.5	32.7
002027.CJ	长江电气设备	23.1	20.7	28.6	3.1	4.1	16.2
884790.WI	储能指数	38.4	23.9	48.1	8.3	5.6	7.2

展望2023年,我们认为,储能、海风将保持100%的增长,陆风会有短期的快速反弹,锂电和光伏保持35%-40%左右的增速。随着行业产能加速释放,光伏、储能电池等部分环节由供不应求向供过于求

转变，供需矛盾发生反转。二三线和新进入者使得行业竞争压力增大，但龙头竞争力依旧强劲。考虑到未来板块的成长性，我们认为，各个板块正重新进入较好的布局阶段，且储能好于锂电，好于光伏和风电。

储能：消纳问题迫在眉睫 行业存在 Beta 性机会

储能板块是我们在新能源行业最为看好的板块。目前新型电力系统建设面临的一大问题是消纳。随着国内风光发电占比已经逐渐来到 15% 的系统临界点，整个电力系统对灵活性资源有了更高要求。由于新能源发电固有的随机性、波动性和间歇性，新能源和储能相结合，才能构成相对完整的电力系统，实现对火电等传统能源的替代。消纳问题迫在眉睫，这也是推动储能发展的基本原动力所在。

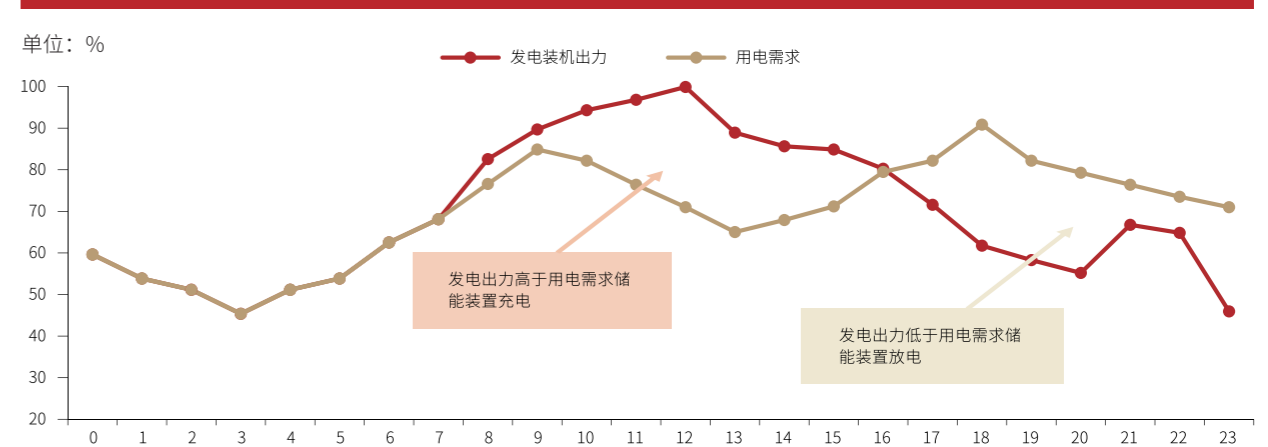
新能源发电占比发展的四个阶段

	阶段一	阶段二	阶段三	阶段四
可再生能源占比	<3%	3%-15%	15%-25%	25%-50%
系统角度的表征	无影响	影响逐渐显著	发电机组的灵活性非常重要	电力系统稳定性非常重要，在某些时刻，间歇性可再生能源几乎满足 100% 负荷需求
对现有发电机组的影响	电力负荷与净电力负荷无明显差异	净负荷的不确定性和可变性没有显著上升，但现有发电机的运行模式需稍作调整，以适应间歇性可再生能源发电出力特性	净电力负荷可变性增大，发电运作模式需大调整，减少必须持续运转的发电机组	没有持续运转的发电机组，所有发电机组均需灵活出力，以适应间歇性可再生能源发电出力特性
对电网的影响	影响接入点附近的当地电网状况(如有)	可能影响局部电网状况，造成输电阻塞	受不同地区天气影响，整个电网的潮流模式发生了显著变化，增加了电网高低压部分之间的双向流动	要求电网具备较强的干扰恢复能力
主要的挑战	电网的局部影响	用电需求与间歇性可再生能源出力的匹配问题	发电机组的灵活性	电力系统抗干扰的强度



为什么不可以采用新建火电或进行火电的灵活性改造这样的方式呢？这是因为发电与用电时段的错位。灵活性改造无法解决晚高峰缺电的问题，而新建火电会抬高中午最低出力水平，加剧负电价的程度，无法使新能源有效消纳。它们可能会部分满足一些灵活性需求，但从长期来看，新能源加储能，才是最优的解决方案。

各时段发电装机出力与用电需求



大型储能系统现在参与者众多，目前市场处于鱼龙混杂的阶段，但是往后看，我们认为，由于其高复杂度、高转化效率、高安全性、长服务周期，大储最终会形成比较集中的市场格局。由于储能项目缺乏机构统计数据，而且市场的发展速度较快，我们通过分应用场景的假设和企业订单来判断，预计 2023 年储能有望维持翻倍增长。

对于储能板块的投资策略，关键是对板块的整体配置。以光伏成本下降为代表的发电成本降低是其发展的大的行业性机会，即 Beta 性机会，而行业目前仍处于起步阶段，Beta 性机会大于个股的 Alpha 机会。

储能板块具体可分为电池、PCS（过程控制系统）、温控、系统集成及 EPC[含设计、采购、施工的工程总承包模式]四个环节。对于电池而言，大储电芯要求较高的循环寿命、更高的一致性和安全等级以及低成本实现，龙头企业有望获得较为集中的市场份额；户储市场仍处于低渗透率、高速增长阶段，而户储电池向高压化方向发展，与大电芯无法共线，产能过剩的速度预计低于市场预期，盈利维持高位的时间预计超过市场预期。

对于 PCS，我们看好其海外占比提升的机会。客户对其系统性能、稳定性、安全性具有较高的要求，储能逆变器具有较高的壁垒，同时会影响到储能系统的可融资性，因而客户有较高粘性。

温控则从风冷向液冷方向切换，发展趋势非常明确，系统的价值量会有明显提升，且发展速度正在超出市场预期。

系统集成及 EPC¹ 短期看依赖于资源起量，未来随着共享储能等模式兴起，对储能成本、安全性等要求提升，该环节有望形成较为集中的格局。

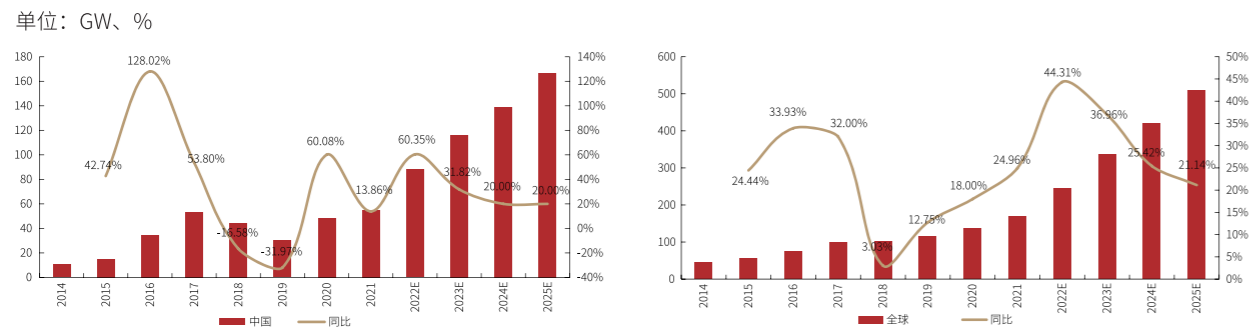
¹ 含设计、采购、施工的工程总承包模式

光伏：产业链供需反转 关注三条投资主线

2022年，光伏各子产业链都有价值上的提升，随着近期硅料产能释放，疫情导致需求偏弱，主产业链价格开始快速回调。产业链盈利处于高位，硅料仍集中了大部分利润。从变化趋势看，硅料盈利开始松动，硅片迎来迅速收缩，其他环节盈利还未有好转。

我们预计，随着产业链价格下降，2023年需求将有35%-40%的较快增长，增量主要来自中国的地面电站、欧洲以及美国市场的放量。从供给来看，产业链正从供给紧缺走向供给过剩的阶段。硅料价格可能会迎来迅速探底，市场预期为全年15万元/吨的均价，但我们认为硅料会迅速下探到10万元/吨左右。这样的价格下降，将支撑起下游整体较好的放量。

光伏行业需求预测



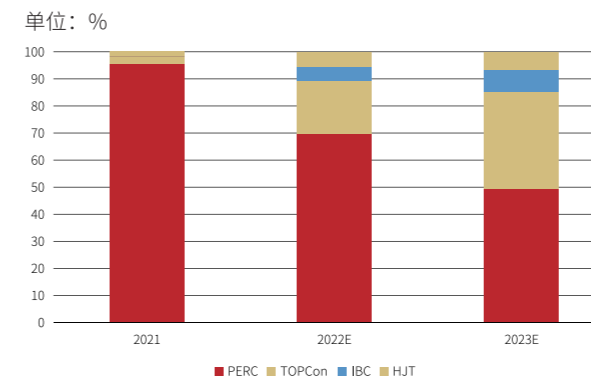
对于光伏板块的投资策略，光伏主产业链供需关系的反转是其当前主要矛盾，具体可分为三条投资主线。一是看好逆变器、玻璃和支架等辅材链投资机会，主链则关注硅料价格回归后的盈利分配，当前业绩预期如能兑现，也有较好的性价比；二是看好大电站相关的机会，包括逆变器、玻璃、SVG（动态无功补偿装置）等；三是关注HJT、BIPV、钙钛矿等光伏新技术进展。

从光伏板块来看，我们认为逆变器受到储能板块加持，依然可以保持较高的增速。业内双龙头格局比较稳定，两大厂商各维持了大型地面电站30%左右的市场份额。同时，逆变器产能过剩风险相对较小，从逆变器的供应链来看，随着国产IGBT（绝缘栅双极型晶体管）的迅速导入，此前IGBT供给限制的问题得到较好的缓解，大型地面电站或大功率逆变器厂商如解决IGBT模块保供问题，2023年或有较好的盈利预期。

对于辅材环节，玻璃整体扩产可能不及预期，一是由于2022年盈利偏低，且听证会制度开始推行，未开工项目都需经过听证会审批，厂商扩产意愿较低；二是龙头格局稳定，和逆变器相仿，两个龙头占据了一半的市场份额；三是大电站起量，会带动双玻渗透率的提升。玻璃供给上的不足将有利于股价表现。

辅材链上的支架则可能有困境反转的机会。支架行业主要由固定支架和跟踪支架构成，行业本身市场空间广阔，2022年市场规模在1000亿元左右。跟踪支架有渗透率提升的逻辑，能够实现10-12%的电量

电池技术路线市场占比



增益，国内认可度较高。而目前厂商以海外龙头为主，未来具有很大的国产替代空间。过去一年支架行业在原材料、运费价格高位的情况下处于盈利低点，当前原材料、运费均在回落，盈利有望触底反弹。

此外，光伏行业的发展，最重要的是电池技术的发展。N型电池技术（主要包括TOPCon和HJT）渗透率快速提升，2022年底新技术产能预计占到电池总产能的30%，而到2023年底新技术产能占比将达到50%。新老厂商的产能扩张，有望将去年下半年短暂出现的电池供给缺口迅速填

平。从电池新技术的性价比来看，TOPCon在成本端已经逐步追平PERC，HJT的平价也在逐步靠近。从短期来看，Topcon能否成为一段时间的主流，最终还要看行业龙头HJT技术的进展。如果HJT重夺成本上的优势，对近期大举进军Topcon技术的厂商会造成不小的冲击。

风电：把握高景气度、进口替代、困境反转三个环节

2022年，风电行业招标数据高歌猛进，持续超出预期。风机招标达102.95GW（不含集采3-3.5GW），其中海上24.35GW（含10.5GW国电投竞配招标及上海竞配0.8GW），陆上73.6GW，集采3-3.5GW，对于2023年的风电装机形成了非常好的支撑。

从装机量来看，我们预计2023年风机装机会超过80GW，其中海风10GW，保持翻倍增长。根据“十四五”规划，海风有望新增并网超过50GW，成长性显著强于陆风，但增速逐年下台阶，“十四五”以后预计逐步回到20%以内，仍维持相对较好的成长性。



海风“十四五”规划新增并网		
年份	具体内容	重点关注地区
2022年	十三五结转的约17GW的项目,主要并网其中建设条件较好的部分(约4GW)	山东、广东、浙江
2023年	十三五结转的约17GW的项目,主要并网结转项目的剩余规模+部分新规划项目(约10~12GW)	广东、山东、江苏、广西
2024-2025年	2024年新增并网规模达到15GW左右,2025年新增并网规模超过15GW	广东、江苏、山东、浙江

风电板块的投资可以把握三个重要环节。一是高景气度环节，关注具有抗通缩属性的海缆、塔桩。风电的近海资源有限，深远海发展要求有更长的送输电缆，电压等级也会更高，从而推动海缆的价值量提升。水深的增加所需的塔桩价值量也会有相应增加。同时，海缆和塔桩较为沉重，只能通过码头装船直运，依赖较好的码头资源，这也有了直面海外市场的机会。而风电在海外市场渗透率低，海外市场盈利性远好于国内，凭借码头优势，海缆、塔桩企业可以面向全球出货，有望增厚利润。

二是进口替代环节，关注主轴轴承。主轴轴承是唯一国产化率较低的环节，尤其是对于大兆瓦机型还没有取得有效突破。国产主轴轴承相比进口轴承有显著的价格优势，因此国内主机厂商有意愿采购国内主轴轴承产品，预计随着国内厂商小批量大功率机型产品落地得到验证后，会有更多国内主机厂商开始考虑采购国内产品。

三是困境反转环节，关注风机零部件。风电整体增速超过70%，产能利用率有望大幅提升，盈利具备较大的改善空间。在风机大型化的趋势下，原有产能加速退出导致部分环节产能不足，如2022年的叶片，这也将带来溢价空间。☉

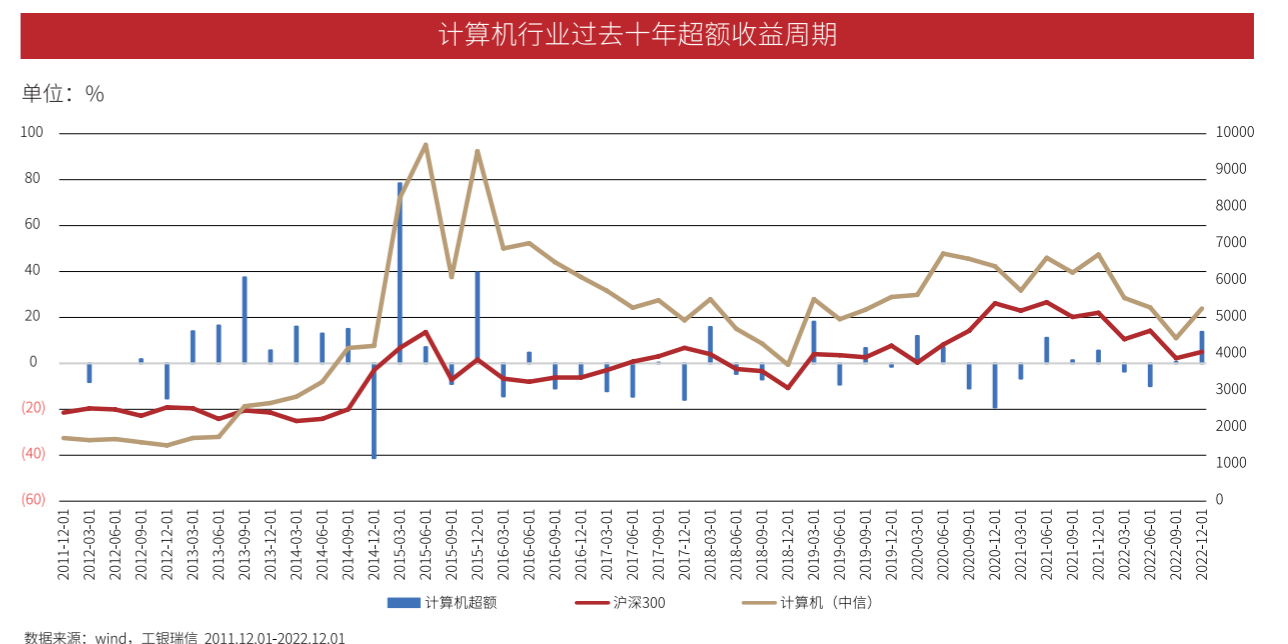
3-3 计算机 数字经济画卷徐徐展开

冬去春来，润物无声。这是时节的自然变化，也是计算机行业的真实写照。如今，行业最差的时代已经过去，春天即将到来。在数字经济蓬勃发展的浪潮中，新技术应用落地，新经济在“烟火气”中加速释放出活力。

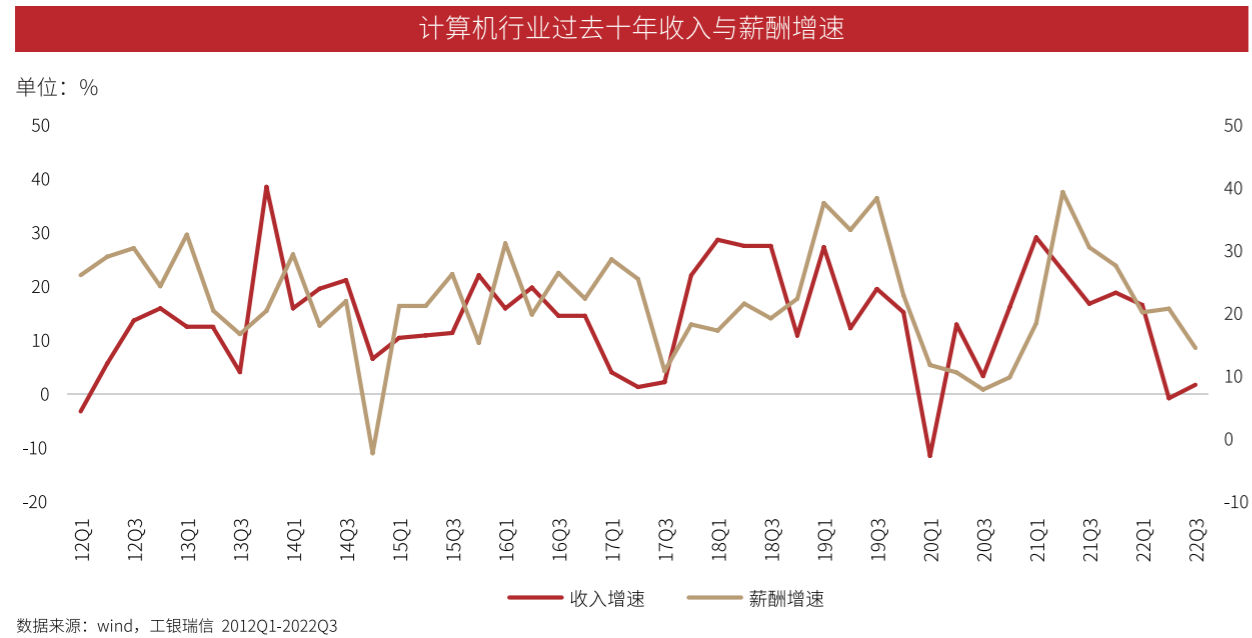
与波澜壮阔，渗透率快速提升的新能源行业不同，计算机行业更多是润物无声的缓慢提升，持续发力的数字基建，不断完善的信息基础设施，让行业正经历由量的扩张到质的提升的转变，也让数字经济成为中国经济发展的新动能、新引擎。

1. 以数字经济为主线 行业或有新一轮正超额收益

回顾过去十年，我们可以看到一个有趣的规律，计算机行业经历了两轮正超额和两轮负超额收益。正超额收益的周期基本在三年左右，分别是2013年的第一季度到2015年第四季度，2018年的第一季度到2020年的第二季度；负超额收益一般在两年左右，分别是2016年的第一季度到2017年的第四季度，以及2020年的第三季度到2022年的第三季度。而现在，计算机行业或许已站在新一轮正超额收益的起点。



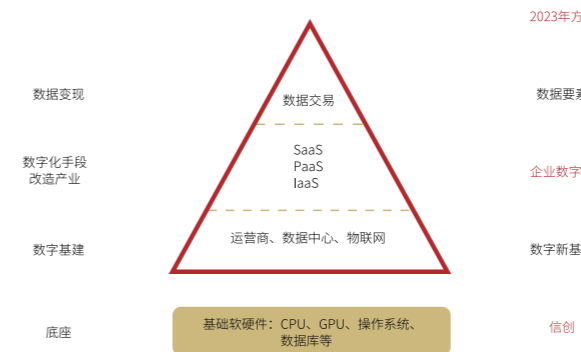
这是由于，从基本面来看，计算机行业的业绩趋势已逐渐向上。2022 年三季度开始，整体的行业收入增速在逐步修复，同时成本也在下行，而 2022 年上半年业内公司普遍对成本控制较好，出现新一轮收入与成本的正剪刀差。从 2022 年下半年的实际情况来看，行业已处于弱复苏阶段，考虑到之前的订单推迟，再加上人员成本的继续压减，预计 2023 年一季度和二季度会成为业绩比较强的时段。



从估值端来看，计算机行业过去两轮正超额收益都伴估值的大幅提升。第一轮是由于“互联网+”的爆发，第二轮则是“云计算”的催化，而这次，我们预计行业可能会以“数字经济”为主线，带来新的估值提升逻辑。



数字经济方向逐渐清晰



数字经济，是一种新的经济逻辑，包括底座（基础软硬件）、数字基建（运营商、数据中心、物联网）、数字产业化（用数字化手段改造传统产业），以及产业数据化（数据变现）四个层次。2023 年，数字经济的落地方向逐渐清晰，如在底座层有信创，在基建层有数字新基建、东数西算等热点，在数字产业化方面有企业数字化，在产业数据化方面有数据交易，每一个层次均能看到新的要素。

值得一提的是，当前阶段我国发展数字经济意义重大。一是可以构建发展的新格局。在疫情环绕和国际环境相对紧张的情况下，不管是传统生产要素的进出口，还是国内跨地域的流动均受到影响，而数据作为虚拟产品不受物理阻隔；二是可以作为经济增长的新动能。当传统的经济增长驱动力遇到了一些瓶颈，以数据为驱动力的新增长，未来将能够拉动我国经济继续向前高速发展；三是可以打造国家竞争的新优势。中美两国是拥有超大型数字平台最多的国家，但全球最大的 70 个数字平台的市值按地理位置分布，美国占比 68%，中国占比只有 22%，未来我国数字经济平台型企业的占比将会继续提升。

数字经济构建全新的经济逻辑

	主要生产要素	产业链
农业经济	土地 劳动力	自给自足
工业经济	资本 劳动力	发展中国家: 原材料 → 零部件 → 整机 → 客户 发达国家: 零部件 → 整机 → 客户
数字经济	资本 劳动力 数据	创造新的需求，提升供应链效率 原材料 → 零部件 → 整机 → 客户 数据收集 → 数据清洗 → 数据产品

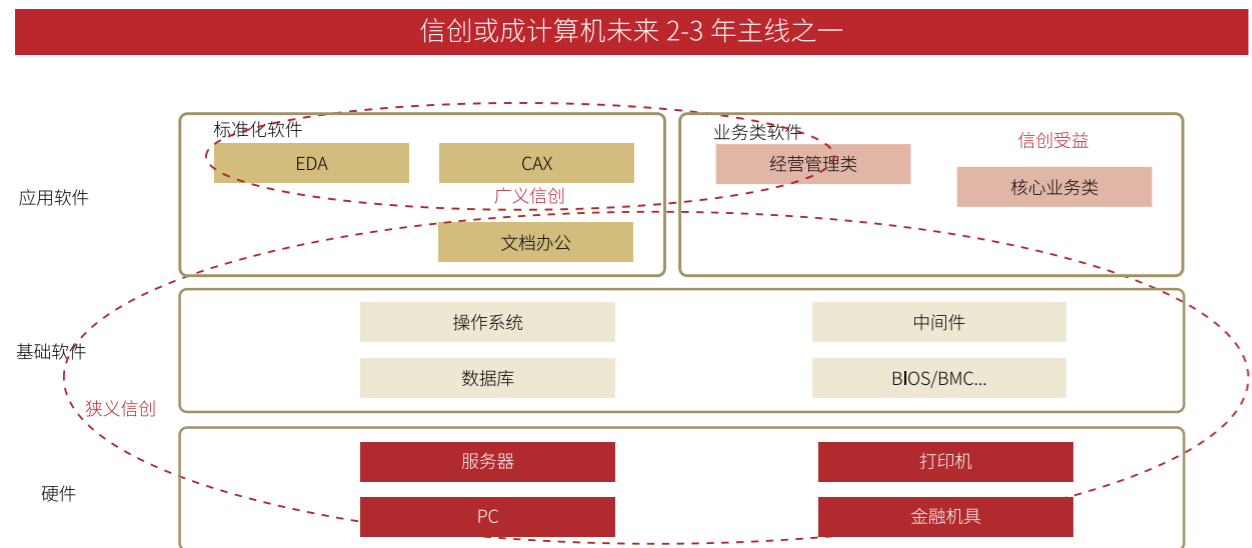
有别于农业经济和工业经济，数字经济新增加了“数据”这一生产要素。工业经济是从发展中国家将原材料和零部件组装成整机，交付给发达国家的厂商，再由发达国家厂商销售给客户，而数字经济从客户端把数据采集上来之后，经过数据处理、数据加工，最后做成数据产品，再出售给各个参与方，完成了一个闭环，可以进一步提升整个产业链的效率。

在数字经济的四个层次中，2023年我们更为看好信创与企业数字化两方面的投资机会，接下来将分别予以讨论。

2. 信创：政策加持下快速发展

信创，即信息技术应用与创新。IT系统可以分成三层，最底层是硬件，包括服务器、打印机、PC、机具等；第二层是基础软件，包括大家比较熟悉的操作系统、中间件、数据库、BIOS等；再上面是应用软件，包括我们平常工作中会使用或接触到的一些软件。

狭义的信创，是在基础软件和硬件层面进行国产替代，而广义的信创，则是包括了在应用软件层面的替代。信创国产化替代的推进，不仅给国产厂商挤出了施展拳脚的空间，目前已经由国产厂商提供的，如核心业务类软件可能也会受益。

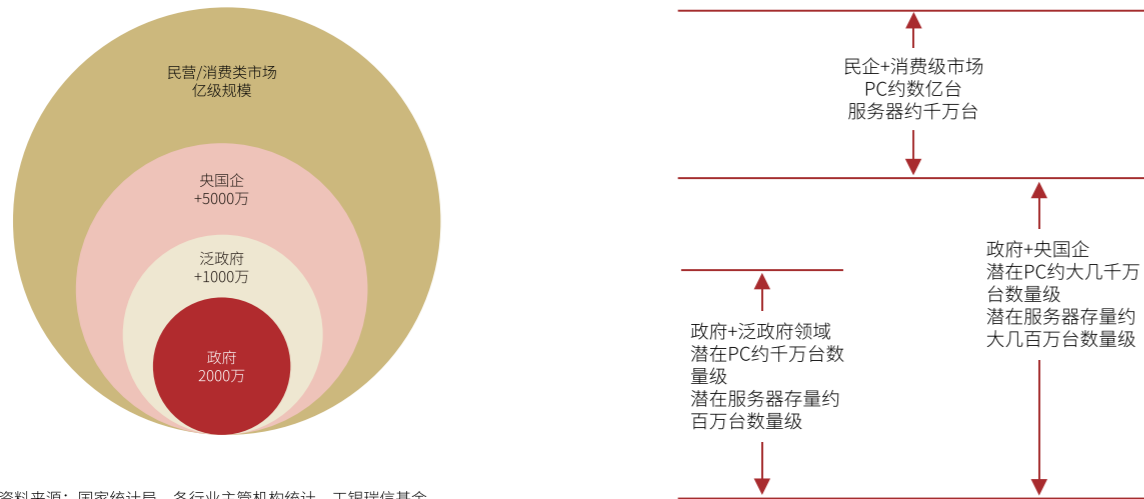


事实上，长时间以来，国家政策都在积极推动信创产业发展。在此仅摘录过去三年部分政策，其中补齐关键技术短板、集中突破卡脖子领域等很多提法，可见国家层面如何重视科技的自立自强。

国家政策积极推动信创产业发展		
时间	部门	主要观点
2022年9月	中央深改委第二十七次会议	《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》审议通过，提出健全关键核心技术攻关新型举国体制，要把政府、市场、社会有机结合起来，科学统筹、集中力量、优化机制、协同攻关
2022年1月	国务院	国务院《“十四五”数字经济发展规划》中提出要补齐关键技术短板，集中突破高端芯片、操作系统、工业软件
2022年1月	发改委	发改委公开印发《“十四五”推进国家政务信息化规划》，明确提到2025年国家电子政务网要基本实现政务信息化的安全可靠应用，建立安可应用推进长效机制，确保政务信息化建设和应用的全流程安全可靠
2021年9月	中央政治局第三十四次集体学习会议	习近平总书记主持召开中共中央政治局第三十四次集体学习会议并发表重要讲话，“加强关键核心技术攻关”成为总书记提出的发展数字经济五大举措之首，为加快信创产业发展注入了强劲动力，将推动产业以更快速度、向更广领域、更深应用发展
2021年5月	总书记重要讲话	坚决打赢关键核心技术攻坚战：我国自主创新事业大有可为，广大科技工作者大有可为，要加强原则性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。科技攻关要坚持问题导向，奔着最紧急最紧迫的问题去，从国家最急需和最长远需求出发
2021年3月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出强化国家战略科技力量，在事关国家安全和发展的基础核心领域（人工智能、量子信息、集成电路等），制定实施战略性科学计划和科学工程
2020年8月	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》中提出，为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施
2020年3月	科技部	通知：到2025年，布局建设若干国家技术创新中心，突破制约我国产业安全关键技术瓶颈。《关于推进国家技术创新中心建设的总体方案（暂行）》
2020年3月	工信部	数字基础设施建设是支撑未来经济社会发展的新型基础设施的重心和基础，将实施国家软件重大项目，集中力量解决关键软件的限制问题，着力推动工业技术的软件化，加快推广软件定义网络的应用。

同时，信创的发展空间巨大。从数量上看，信创的潜在市场可以分为政府、泛政府、央国企和民营消费四层。仅就政府、泛政府而言，它已可以替代千万台级别的PC，百万台级别的服务器，如再纳入央国企，那么PC和服务器需求几乎可以再上一个量级。而最大的市场其实是民企和消费级市场，涵盖了数亿台级别的PC和数千万台级别的服务器。

信创产业空间巨大



资料来源：国家统计局，各行业主管机构统计，工银瑞信基金

以服务器为例，我们拆分了服务器里的软件和硬件。由下图可以看到，其中蕴含的价值量非常高，并且很多环节目前国产厂商竞争力偏弱，未来价值量有很大提升空间。总体来看，信创产业是政策支持、空间广阔、增长迅速的领域。

服务器蕴含的价值量与国产化竞争力

	部件	双路服务器配置	单价	总价	国产化竞争力
硬件	CPU	2	9000	18000	相对较强
	GPU	"0(AI服务器2个以上)"	100000	0(假设为普通服务器)	弱
	内存	8*32G	1268	10144	中
	硬盘	"4*4TB HDD; 2*480GB SSD"	1000	4000	中低
	网卡	双口万兆	900	1800	中
	RAID卡	1*8口无缓存	1000	1000	弱
	PCIe 10	1	100	100	中
	BMC	1	100	100	弱
软件	BIOS	1	50	50	相对较强
	操作系统	1	3000	3000	相对较强
	数据库	1	50000	50000	相对较强
	中间件	1/2	10000	5000	中
合计				93,194	

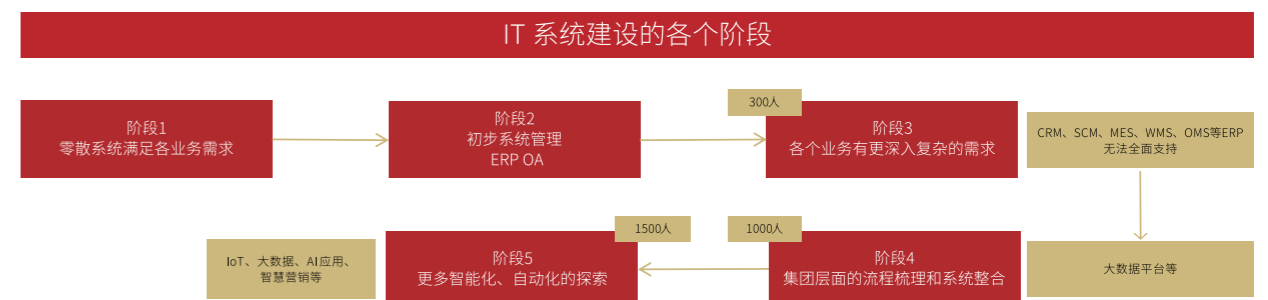
资料来源：中关村在线，工银瑞信基金

3. 企业数字化：政策与行业持续演进重视两类公司

2020年8月，国务院国资委就发布了《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》。从政策角度看，十四五期间央企数字化转型是数字经济的一个主要方向。

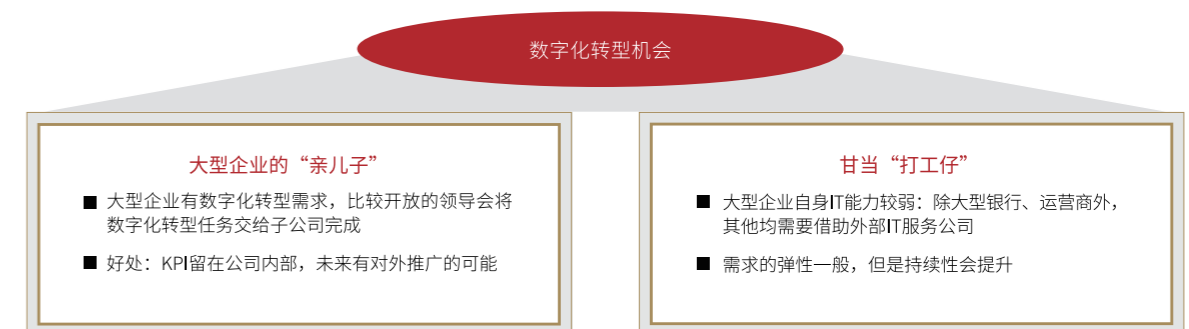
从企业发展阶段看，中国大型企业进入提质增效的阶段，对IT要求逐渐提升，传统的应用建设已经很难满足自身的发展需求。

从产业供给看，以云计算、人工智能、大数据等为代表的新技术已经逐渐成熟，进入大规模推广的阶段。



国内外企业数字化转型路径有什么异同呢？两者相同点在于，都是从单点应用到集团管控，即先从使用企业ERP和OA等，再到部门深化，开发出适用各自业务的系统，进而出于打通部门间数据的需求进行集团整合形成平台化，再进行智能化提升。

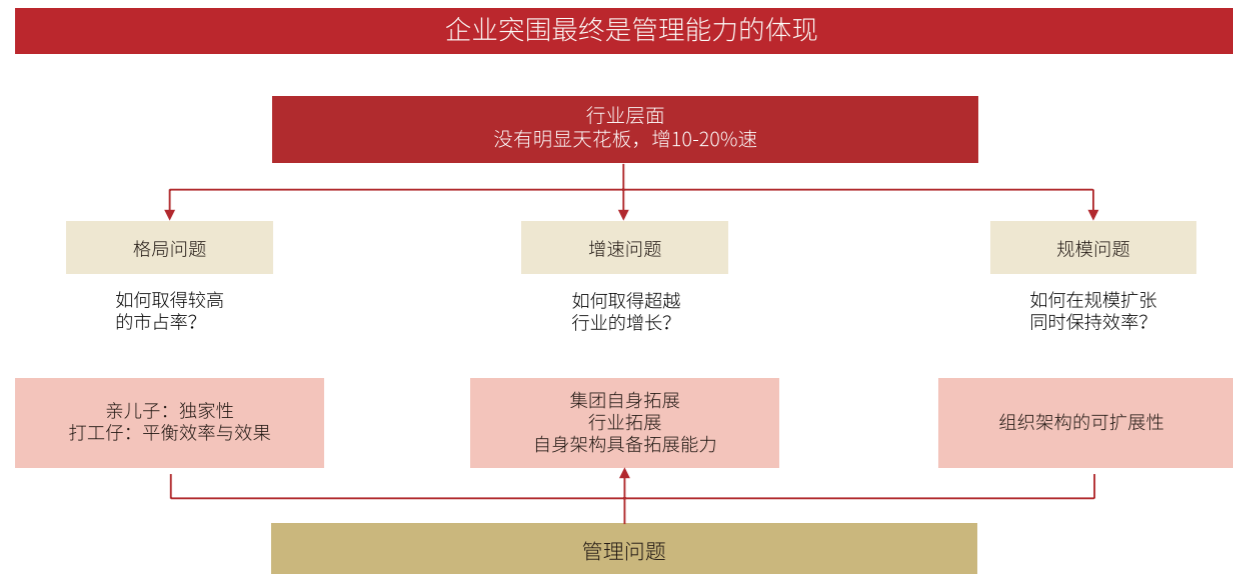
而中外数字化转型有三方面差异。一是由于我国信息化发展较晚，数字化中包含的信息化、云化、智能化交织叠加，导致厂商较多，市场格局分散；二是IT决策上，由于管理层的话语权偏重，往往营销重于产品；三是国内企业偏爱自研和定制。海外的数字化路径是从单点化、标准化走向平台化、标准化，利润率更高，容易出巨头，而国内则是从单点化、定制化走向平台化、定制化，厂商利润率较低，成长天花板明显。



在中国式企业数字化转型中，我们认为可以重视两类公司。一类可以称为大型企业的“亲儿子”，即很多大型企业把自己的IT部门、数字化部门单独剥离出去成立的公司。这类公司全权负责大型企业的数字化转型任务，并且因为大型企业一般在行业里领先，将其数字化转型做好后，未来有对外推广的可能。

第二类公司可以称为“甘当打工仔”的公司，这部分工作相对而言较苦较累，但是苦活累活并不简单，同时这类公司也要非常注意成本控制，所以具有一定的竞争力。虽然业务需求的弹性可能不大，但是持续性和可见性会不断提升，因而这类公司具备不错的投资价值。

需要注意的是，相关公司主要面临三个问题。一是格局问题，即这样的赛道可能没有特别强的壁垒，如何保持一个比较好的竞争格局？二是增速问题，即公司是否能够获取超过行业的增长？三是规模问题，即企业做大之后组织架构是否能够保持高效运转？这三个问题的核心其实就是管理问题。

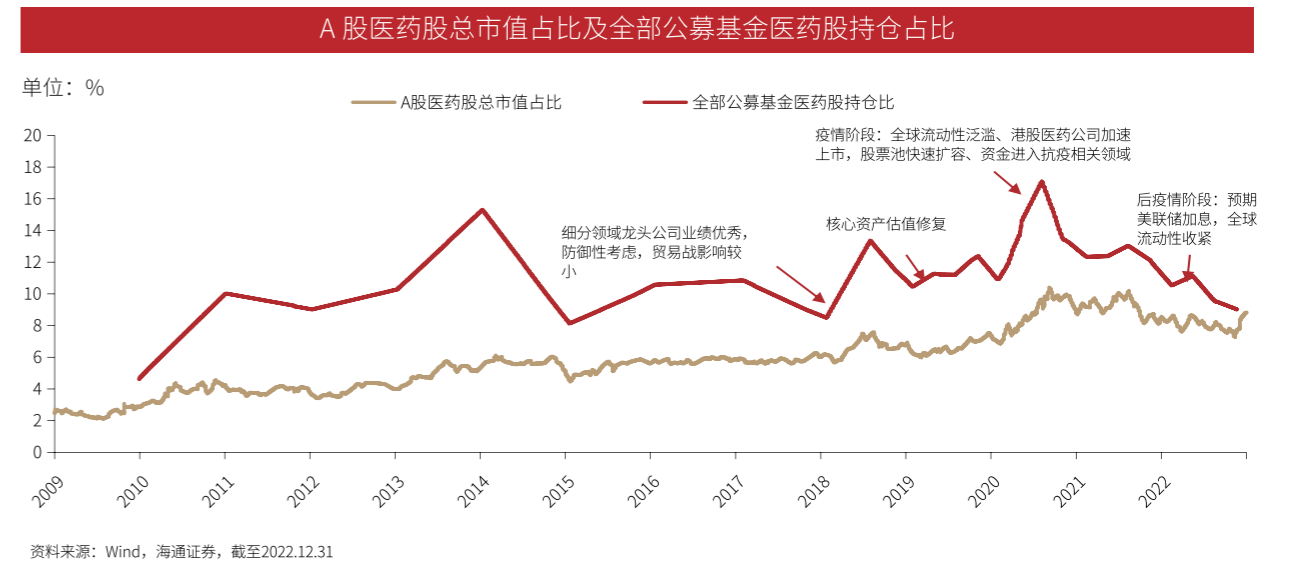


这两类公司均处于非常绵长的赛道，没有明显的成长天花板，基本上都能保持 10%-20% 的增长，当前位置整体股价估值较低，给予了较好的估值保护，可以很好的获取向上收益，以及向下的保护垫，具备较好的投资机会。☉

3-4 医药 看好后疫情时代与后集采时代医药投资机会

2022 年，医药制造业收入和利润增速持续回落，二级市场演绎了先抑后扬的走势，全年跌幅较大，也使得医药股当前整体处于低估值、低预期、低机构持仓的“三低”阶段。

回看历史，从 2009 年起，公募基金整体的医药股持仓一直处于超配状态，直到 2020 年一直维持持续上升的态势，也一直高于医药股占整个 A 股市值的占比。但 2020 年以来，随着医药股市值占比呈现下降趋势，公募基金持仓医药股的占比也逐渐向医药股总市值占比收敛，当前已处于历史少有的相对低位。



展望 2023 年，市场的回暖、疫后的修复或者政策的修正都可能带来医药股的投资机会。我们认为，可以从三条主线布局医药行业投资。

第一条主线为布局“后疫情”时代。疫后修复与疫情波动可能交替演绎，变异株的出现可能导致第一波高峰后的疫情反复，连锁医药、抗疫中药、抗原检测等疫情受益标的需要波段操作，在预期兑现阶段卖出，预期出清阶段再布局，市场有望从疫情受益向疫后修复或者与疫情无关的方向做切换。

第二条主线为布局“后集采”时代。医保政策修复的曙光已现，估值的压制因素有望得到解除，看好与疫情无关的中药、医疗器械、耗材、医疗设备等相关子行业的估值修复机会。

第三条主线为布局创新药。创新是医药永恒的投资主题，创新药行业也正在经历供给侧的出清，可能迎来未来长时段的布局机会，而 CXO 当前也处于预期非常低、估值也非常低的状态，存在悲观预期修复的可能。



1. “后疫情”时代：疫情受益和疫后恢复板块可能交替演绎

2022 年，疫情影响了全球经济，也成为制约投资的重要因素。疫情的影响不会因为放开而一劳永逸的解决，这个因素在 2023 年大概率还会持续演绎。由于病毒变异的太快，2023 年可能还有二至三次的反复。疫情的波动，会成为影响 2023 年投资的重要因素。

但也不必因此恐慌。疫情的第二波和第三波影响程度将越来越小，这将是一个逐渐淡化、逐步适应的过程。只要没有新的变异株给社会带来超预期的危害，放开的管控政策就不太可能收紧。在这样的情况下，疫情受益和疫后恢复板块，可能在全球范围内呈现交替演绎的状态，需要在此两端做波段操作。

我们可以来梳理一下疫情受益板块会怎样演绎。代表性板块¹往往会在情绪高点对应股价的高点。未来什么时候将冲高回落？第二波又会演绎多高？这可能一方面取决于疫情的持续性会不会超预期；另一方面还有一些公司需要判断，疫情带来的业绩大幅释放会不会透支其常规业务的估值。也就是说，这些公司可能在疫情中有长期成长逻辑，但是它业绩释放的节奏会对股价带来扰动。

2020 年以来，防护耗材（口罩手套）、医疗设备（生命支持）、疫苗、核酸检测、抗原检测、新冠小分子 CXO 等子行业股价上均有较大波动，最后相关公司稳定的估值模式则是新冠业务带来的利润（现金价值）叠加常规业务的市值。

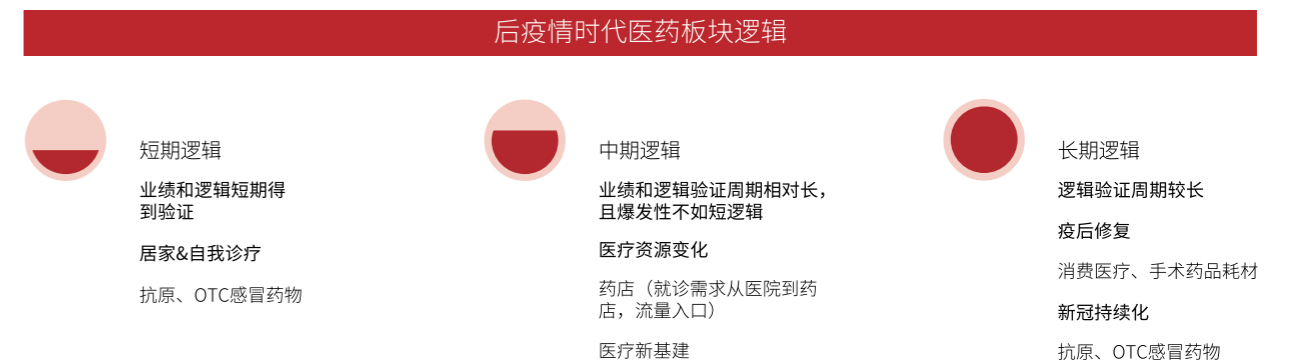
再来看疫后修复板块²。疫情减少了很多就医场景，增加了患者看病的难度。因此疫后修复会是医药行业的重要主线，呈现出波动向上的大方向，相较疫情受益板块的逻辑更好。而医药行业的投资整体来看

¹ 包括 OTC 的感冒药、药店、抗原等子行业。

² 包括医疗器械、耗材、医疗服务等与医院就医场景相关的产品和服务。

要从疫情受益的板块往疫情修复或者与疫情无关的板块切换和迁徙。

疫情对医药行业的影响，可以从短期和中、长期分别来看。上面所提的疫情受益和疫情修复即是偏短的逻辑，受损最多往往修复弹性最大。而从中、长期来看，三年疫情使得很多行业在供给侧逐步出清，一些有优势的公司修复阶段相对竞争优势会变得更强，将会呈现业绩稳步向上，估值也稳步向上的阶段，这种中长期逻辑对于医药行业投资更为重要。



以零售药店这一疫情受益板块的典型代表为例，历史上其业绩增速越高，估值也会越高。2020 年的疫情及税收优惠为连锁药店行业带来估值和业绩的双升，2021 年业绩增长的压力又引发行业杀估值。预计受益于放开后的感冒药新增需求与常规慢性病用药外流，2023 年药店估值有望提升。线上零售药店则由于 2022 年费用率的控制，在利润端也呈现出更好的态势，部分公司已实现盈利，2023 年的盈利状况也预计很好。

再以医疗服务、医美这些疫后复苏的典型代表为例，2021 年中至今，民营教育改革与种植牙集采预期引发政策担忧，美元加息和俄乌冲突下外资持续流出，同时局部疫情影响业绩，医疗服务行业调整明显，而放开之后与消费一同呈现反弹态势。展望 2023 年，行业门诊量有望恢复，低基数下有望持续稳健成长。



最后，可以再来看疫情对于各医药子行业的影响。随着预期不断变化，哪怕知道放开之前某些行业受益，放开以后某些行业修复，在实际变化过程中，不同行业的股价变化也会有显著的起伏差异。

疫情对医药子行业影响			
行业	子行业	疫情影响	与放开前(11月底)的预期比较
中药	感冒OTC	短期显著受益,中长期影响不明确。常规广义感冒药每年600亿市场,预计疫情增量需求500亿,连花清瘟预计能实现百亿以上收入	达峰进度超预期,目前多个城市感冒药断货、连花清瘟全国断货
医疗器械	新冠抗原	短期显著受益,程度超预期,中长期需求回落。恐慌性囤货需求,短期有200亿个测试需求,500亿收入,100亿利润,40家企业分,包括国家政策给老年人每周发放2个,对应也是年化200亿个测试的需求,但持续性不高,一段时间以后政策会变化,取消,长期检测抗原意义也不大	短期放量进度超预期,各厂家均处于脱销状态
医疗器械	氧疗设备	短期有所受益,血氧仪和制氧机销售量增加,有所涨价,但设备是一次性采购,利润也是一次性,给不上估值	基本一致,放开太快重症不高,对家用制氧机需求的迫切性反而减小
医疗器械	ICU设备	政策上有所受益,实际落到业绩上影响不确定,卫健委要求医院增加ICU床位和设备,目前ICU缺的是医生,部分医院床位也紧张,有部分医院会有配置设备需求,但设备是一次性采购,给不上估值	基本一致
化学药	新冠小分子	理论上受益,目前需求不明确。国产小分子药3期临床还未结束,但放开太快,且临床对特效药的推荐不多,强调对症治疗	低于预期,放开太快,特效药还没有批准第一波就结束了
医药商业	零售药店	短期显著受益,医药零售约5000亿市场规模,预期疫情产品(感冒药、抗原、防护等)贡献大几百亿的市场,行业增速提升10%+	达峰进度超预期,药房是居家健康管理的流量入口,且医生反馈效果不明显
中药	非感冒产品	根据不同科室有一定负面影响,尤其是医院推广的处方药影响较大,中药基本都是用于非急症领域	基本一致
医疗器械	医疗设备	略有影响,疫情影响医院盈利能力和季度间采购节奏,按照年度看医院还是按照计划采购	基本一致
医疗器械	耗材和IVD	急诊耗材影响较小,择期手术耗材和IVD影响较大,择期手术的需求有回补性,IVD的部分需求不会回补	基本一致
化学药	化学药	整体是负面影响,慢性病略有影响,肿瘤药和手术用药影响较大	基本一致
医药商业	医药流通	流通以院内为主,和行业大盘走,行业大盘受损,流通也受损	基本一致

2. “后集采”时代：医疗器械估值压制逐步解除

所谓“后集采”时代，对应的是医药政策修复。我们认为，集采、创新药谈判、医保控费等大的政策周期趋缓在 2022 年已基本确认。

2022 年以来，医保政策有一系列缓和的信号，如创新药医保谈判推出简易续约政策、心脏支架集采续约涨价、口腔种植医疗服务端降价温和、脊柱电生理集采降价幅度可控等，预示着支付端政策面已经出现了见底、起稳、回升的态势。

政策的缓和能够带来行业估值的提升。此前三年，行业既在业绩上受到疫情的负面影响，又在估值上受到政策压制，而在“后疫情”时代业绩影响已经消除，在“后集采”时代估值的影响也会逐步消除。

这是由于，投资者已看到集采以后医药企业依然能保持良好的商业模式，集采没有带来行业商业模式的坍塌以及公司投资价值的毁灭。

回顾涉及集采的行业，我们可以看到以下一些规律。一是出厂价基本都受到影响；二是国产份额低的行业受益以量补价，国产替代明显大幅加速；三是大企业份额基本都提升，出现龙头集中的趋势；四是大部分产品价格不再螺旋下降，企业依然可以获得 50-70% 的毛利率，20-30% 左右的利润率。

2022 年的中药行业就是政策预期修复带来估值修复的典型。2021 年，中央一改此前中药辅助用药限制、部分产品剔除医保等政策限制，出台了鼓励中医药发展的文件，尽管尚未看到行业整体上调盈利的政策实质出台，但已不妨碍中药行业的估值修复，市场重新开始关注相关标的。与此同时，这些公司往往又涉及国企改革、管理改善、新产品放量的逻辑，从而引发板块的大幅上涨。往后看，器械、耗材等子行业也有可能演绎这样的变化。

2021 年后中医药重要扶持政策			
发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2021年1月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出28条举措,指出要遵循中医药发展规律,认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法,破解存在的问题,更好发挥中医药特色和比较优势,推动中医药和西医药相互补充、协调发展;
2021年6月	国家卫健委	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	《意见》指出,综合医院是提供中医药服务的重要平台,是中医药传承创新的重要阵地,加强综合医院中医药工作对坚持中西医并重、促进中医药和西医药相互补充、协调发展具有重要意义;
2021年12月	国家中医药管理局和国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新的指导意见》	首次从支付端出台了中药扶持政策,对整个中药行业带来比较显著的影响;
2022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确,到2025年,中医药健康服务能力明显增强,中医药高质量发展政策和体系进一步完善,中医药振兴发展取得积极成效,在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

3. 创新药：供给侧改革利好龙头药企

创新永远是医药行业重要的投资主线，是医药行业的永恒主题。2022 年创新药的下跌令人印象深刻，有些公司跌幅高达七八成。一级市场的表现也是如此，不论是医药还是消费项目，受到的影响均非常大。为什么全球创新药行业在 2021 年底见顶，并在随后出现剧烈调整呢？

我们认为，其中主要有两个重要因素。一是美联储从降息周期进入加息周期，导致全球流动性紧缩。而创新药资产是对未来长时间现金流的折现，对利率和流动性变化非常敏感。二是创新空间的关闭，即之前市场预期如肿瘤免疫治疗等领域将产生很大创新，但 2021 年底寄予厚望的一些产品临床失败，导致创新空间似乎大幅地减小了。但事实上，国内创新药产业在 2022 年进步甚多。国外大公司购买中国企业项目累计付款高达 100 亿美金，同时一些中国企业生产的药物已成为该领域的一流药物。

我们认为，当前环境是创新药行业的供给侧改革阶段，利好在竞争中活下来的龙头企业。供给侧改革一方面体现在行业融资的紧缩，另一方面则是 CDE（国家食品药品监督管理局药品审评中心）的审评政策收紧。

2021年底，CDE 出台《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，鼓励以临床需求为导向的创新，为患者带来真正的获益，同时减少国内重复式、低水平的创新，倒逼企业向高水平创新、真正的全球创新进步，倒逼整个创新产业进步。这样的供给侧改革一定会利好龙头企业、利好真正有创新能力的企业。

对于创新药投资，我们认为应遵循几个原则：一是国内创新药公司还没有走完一轮完整的周期，如果个股出现机构持仓拥挤或者估值泡沫，要及时兑现；二是只投资大药企和资金充裕的生物科技企业；三是只投资临床进度靠前或有出海潜力的大药企或生物科技企业；四是分散配置，消除股价受单个产品临床数据的影响。

需要说明的是，CXO 和单个创新药公司属于“跷跷板”关系：国产创新药浪潮利好 CXO 企业，利空单个创新药企业。反之，国内创新药研发退潮利空 CXO 企业，利好还有资金继续推进临床的创新药龙头企业。以国内业务为来源的 CXO 公司可能受制于国内的供给侧改革当前阶段不适合投资，但是做全球化生意的公司依然体现中国产业竞争力和工程师红利，投资价值依然存在。

最后，我们梳理了 2023 年可能有机会的医药子行业可供参考，如中药或受益于利好政策催化，医疗器械耗材受益于集采政策缓和和疫后修复，医疗器械和设备受益于自主可控进程，以及药店或在后续疫情的波动中存在业绩的提升等。

医药子行业 2023 年投资观点				
行业	投资评级	投资建议	业绩趋势	疫情影响
化学药	低配	关注创新药和存量品种集采出清、低估值、有边际变化的转型药企。	业绩分化，部分集采出清的转型期药企业绩有韧性，部分新利益品种放量超预期。	院内用药整体受医院就诊量减少负面影响。
医疗器械	标配	贴息贷款有利于设备需求，市场对集采政策预期缓和。	设备22-23年业绩有望保持高增长，耗材受疫情影响仍然存在，但部分公司保持较好增长。	对院内耗材负面影响，新冠检测相关大幅受益。
中药	标配	产业增速边际缓和，政策支持鼓励，相对其他行业性价比提升。	行业增长稳定，22-23年感冒OTC公司预计业绩大幅增长。	感冒呼吸产品受放开显著正面影响。
医药商业	超配(药店)	药店在放开背景下业绩估值预计有所提升，业绩期可以考虑择机兑现。	药店Q4开始业绩逐步加速。	疫情对药店客流和品类管控，放开后药房有望直接受益。
医药制造	标配	选择具有alpha公司，22-23年驱动力明确，确定性高，估值合理。	主要看公司alphaQ2-Q3外销的汇兑有正贡献。	生产影响可控，海外发货和交付有延迟。
CXO	超配	预期低，估值低，悲观预期可能修复。关注投融资景气度变化和中美博弈。	海外业务稳定，国内业务下行。	疫情关系小。
创新药	超配	供给侧改革利好龙头，是中长期拐点。分散配置有催化剂的龙头企业。	看个股项目进展。	疫情关系小。
上游	低配	短期景气度下行，有中长期逻辑，机会还需等待。	需求下滑，需要强Alpha来抵御行业负beta。	疫情关系小。
疫苗	低配	新冠疫苗市值空间有限，关注常规疫苗的重要品种恢复放量情况。	常规疫苗呈恢复态势。	新冠接种和管控影响常规疫苗推广使用，放开有正面影响。
医疗服务	超配	坚守龙头。	放开受益。	放开有正面影响。

3-5 金融地产 积极信号陆续显现行业进入复苏通道

2022年，地产行业“凛冬已至”。作为强周期性板块之一，金融地产板块在疫情扰动、外部冲击的多重影响下，估值受到压制。直到11月信贷、债券、股权端政策“三箭齐发”，地产政策迎来宽松周期，市场信心大幅提振，带领房地产板块年底强势上攻，也让与地产关系密切的相关金融板块受益反弹。

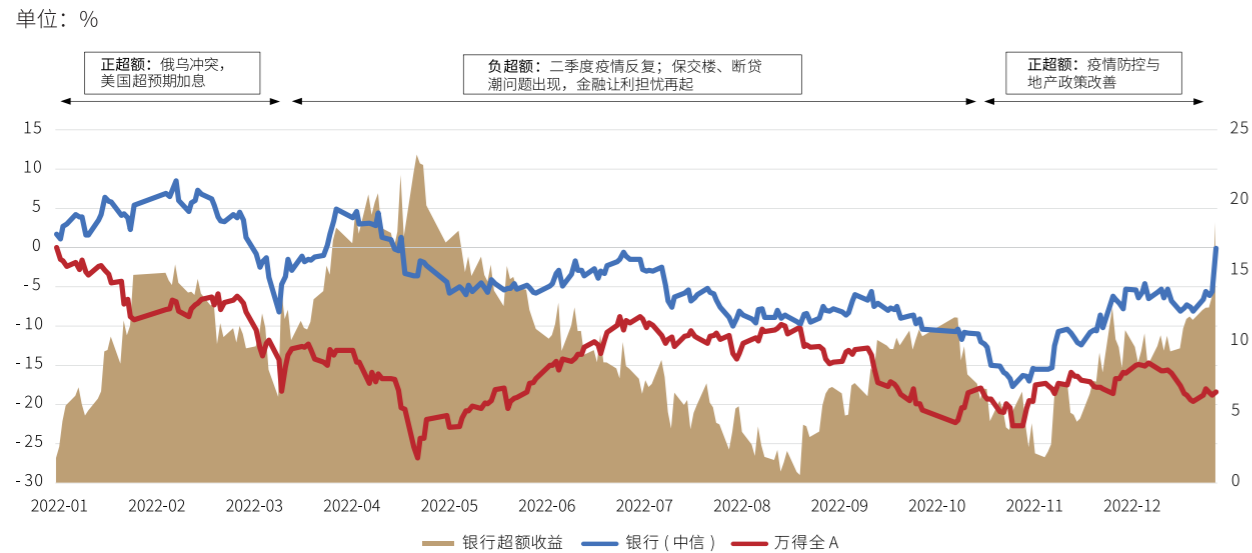
2023年，疫情和地产对经济基本面的影响逐步改善，金融地产各子板块预计迎来超跌反弹。从行情演绎空间来看，我们预计地产表现好于银行、保险，进一步好于券商、物业管理。

1. 银行：悲观预期修正有望带来估值修复机会

2022年，在宽信用背景之下，银行总资产扩张较为积极，银行股的表现虽优于大盘，但板块全年震荡下跌 5.5%，估值仍处历史低位。



2022 年以来银行板块与万得全 A 指数走势

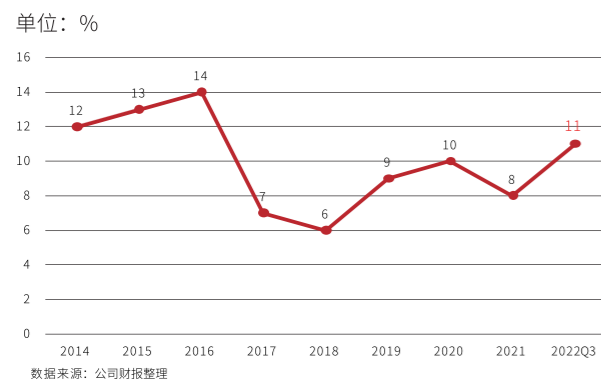


银行估值下行主要受三方面影响：一是市场对于宏观经济下行的风险担忧；二是市场对于房地产风险持续暴露下银行资产质量下行的考虑；三是市场对于金融让利和金融服务实体经济力度加大导致银行息差下降的预期。

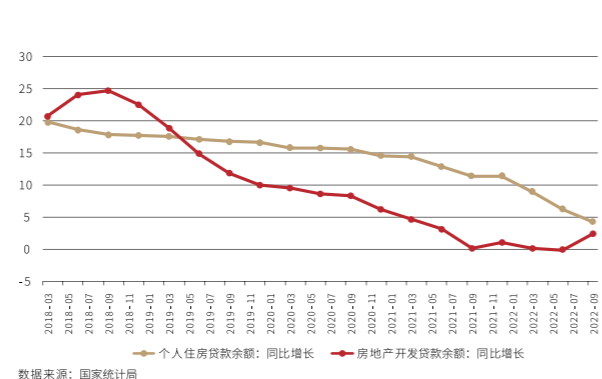
从总量来看，2022 年在宽信用背景之下上市银行总资产扩张较为积极。展望 2023 年，我们预计在宏观经济企稳复苏根基暂未稳固的前提下，金融对实体经济的支持仍将维持较大力度，宽信用的方向有望保持，预计银行资产仍将保持较快扩张。

从结构来看，2023 年各银行贷款增长明显分化，区域经济较强的城商、农商行贷款增长较强，其次是以大型国企客户为主的国有大行，而全国性股份行增长普遍疲弱。预计 2023 年房地产与疫情负面因素缓解后，银行信贷投放结构与各银行的增长将更为均衡。

上市银行总资产同比增速变动



个人住房贷款与房地产开发贷款投放疲弱



从经营指标来看，资产方面，2022 年一年期 LPR 下降 15bp，五年期 LPR 利率下降 35bp，预计 2023 年资产端收益率仍有下行压力，但降幅或较 2022 年收窄。负债方面，考虑到各银行存款挂牌利率进一步下降和投资环境回暖等因素，银行负债端成本压力 2023 年有望小幅缓解。银行净息差整体仍将面临小幅收窄压力，但收窄幅度预计缓和。

整体来看，2023 年银行收入端增速预计将环比小幅提升，而不良压力仍较为可控，在拨备覆盖率相对充足的情况下，利润释放具备一定空间。预计 2023 年上市银行净利润同比增速为 6.7%。考虑银行业绩表现滞后于宏观经济，预计银行营收端增长改善或将在 2023 年中至下半年显现。当前银行板块估值处于历史较低水平，对比全球也处于低位，我们判断此前过于悲观预期的修正有望带来银行板块估值修复的机会。

上市银行 2023 年盈利预测

	2020年	2021年	2022年E	2023年E
营业收入增速	5.0%	7.2%	3.2%	5.6%
净利息收入增速	6.9%	5.2%	4.0%	6.2%
规模增速	9.9%	8.0%	10.5%	10.2%
净息差变动	-13.1%	-0.5%	-7.5%	-3.3%
手续费收入增速	7.0%	6.7%	-1.5%	4.7%
成本增速	2.2%	9.0%	7.0%	7.5%
资产减值损失增速	16.4%	-4.5%	-3.0%	-1.7%
净利润增速	0.7%	10.2%	7.0%	6.7%

银行板块平均 PB 估值走势



保险：走出基本面、估值、机构持仓“三重底”

保险板块当前具备“基本面底、估值底、机构持仓底”的特征，经历 2020-2022 年的深度调整，估值对基本面的悲观预期反馈已相对充分。展望 2023 年，保险负债端在低基数下有望温和修复，对估值的压制逐步减轻，资产端在经济预期修复、地产担忧缓释、权益市场向好等催化下有望驱动行业估值修复，可把握阶段性投资机会，关注监管政策变化及长储和保障型产品的需求恢复情况。

从负债端来看，2022 年上市险企代理人规模仍处下滑通道，但降幅趋缓，预计 2023 年人力或仍有小幅下降，但空间有限。产品方面，2023 年储蓄类产品的需求仍可保持相对旺盛，但疫情对居民收入预期的影响将限制客户对保障型和长期储蓄型的需求，预计低基数和储蓄需求将驱动负债端温和复苏。

从资产端来看，经济预期的修复及地产风险担忧的缓释有望推动长期利率上行，预计 2023 年利率中枢有所上移，叠加权益市场向好的预期，均利好保险投资端。同时，2022 年民营房企信用风险持续暴露，7 月停工断贷潮加剧市场对金融机构投资地产行业风险的担忧。随着国家加大对困难房企的支持力度，地产投资风险有望缓释，驱动保险资产端估值修复。

从估值来看，2022年保险板块景气度仍较差，叠加市场低迷，具备“基本面底、估值底、机构持仓底”的特征，经历2020-2022年的深度调整，估值对基本面的悲观预期反馈已相对充分。展望2023年，保险负债端在低基数下有望温和修复。



数据来源：根据头部险企股价与内含价值均值整理，截至2022.12.31

券商：业绩及估值有望同步修复头部与特色券商充分受益

2022年市场呈现持续下跌和交易量萎缩的态势，股票型基金日均交易额同比下滑约10%，两融余额同比下滑近15%，权益主要指数跌幅在15%以上。证券行业出现业绩与估值双杀，wind数据显示，上市

券商前三季度经纪、投行、资管、信用、投资收入同比分别-16%、+5%、-4%、-6%、-52%。受新发基金遇冷，国办发文鼓励证券和基金行业降低服务性收费等影响，大财富管理相关券商股价受到较大负面冲击。

券商板块具有较强的市场贝塔属性，短期业绩与估值受权益市场波动同步影响，业绩表现很大程度上有赖市场企稳。受市场环境的影响，2022年券商估值持续下行，目前中信券商指数的PB估值处于历史底部区间，我们认为未来随着市场向好，券商业绩及估值有望同步修复。



2023年券商收入业绩将恢复增长，预计利润同比增长10%，其中经纪业务收入同比增长7%，投行业务同比增长7%，资本中介业务收入同比增长5%，资管同比增长15%，自营同比增长25%。

券商板块 2023 年收入及业绩展望

单位：亿，%

		2020	2021	2022E	2023E悲观	2023E中性	2023E乐观
经纪业务	日均股基交易额	8,921	11,207	10,000	10,000	11,000	12,000
	增速	63%	26%	-11%	0%	10%	20%
	代销金融产品收入	134	207	166	182	199	215
	增速	149%	54%	-20%	10%	20%	30%
	经纪业务收入	1,295	1,545	1,327	1,247	1,423	1,609
	增速	57%	19%	-14%	-6%	7%	21%
投行业务	股权融资规模	16,676	18,178	16,429	16,000	19,000	21,500
	IPO	4,700	5,427	6,127	6,000	7,000	7,500
	再融资	11,976	12,751	10,302	10,000	12,000	14,000
	股权融资收入	329	351	388	410	444	516
	IPO	305	326	368	390	420	488
	再融资	24	26	21	20	24	28
	债权融资规模	98,173	111,387	100,000	73,500	85,000	94,500
	企业债	3,926	4,399	5,000	4,000	5,000	6,000
	公司债	33,695	34,525	35,000	30,000	35,000	40,000
	其他	60,551	72,462	60,000	60,000	65,000	70,000
	债券融资收入	227	233	304	262	306	350
	并购收入	116	116	116	104	116	150
	股债承销收入	672	700	808	776	866	1016
	增速	39%	4%	15%	-4%	7%	26%
	资本中介业务	资本中介收入	816	966	886	853	928
	增速	23%	18%	-8%	-4%	5%	8%
资管业务	资管收入	300	318	334	318	366	397
	增速	18%	20%	5%	0%	15%	25%
自营业务	自营收入	1,405	1,475	8,85	797	1,106	1,239
	增速	15%	5%	-40%	-10%	25%	40%
其他		-3	20	100	100	100	100
营业收入		4,485	5,024	4,340	4,090	4,789	5,318
净利润		1,575	1,911	1,649	1,554	1,820	2,021
增速		28%	21%	-14%	-6%	10%	23%

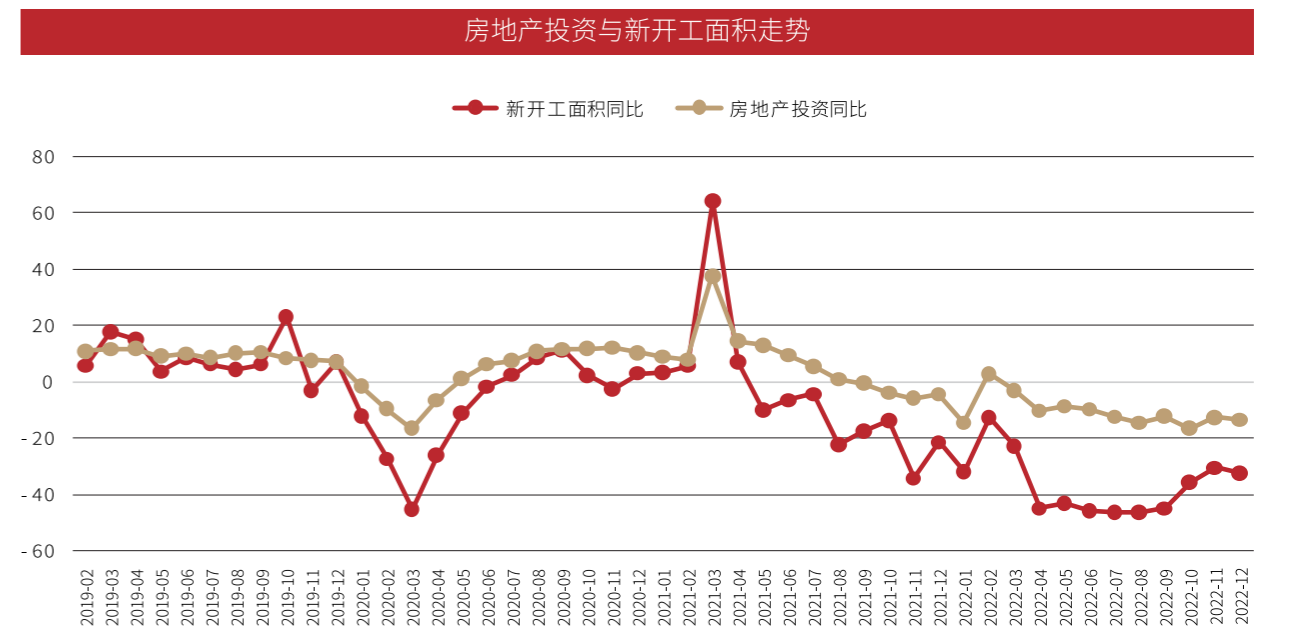
中长期来看，我们认为资本市场仍具备较大发展空间，当前行业政策也较为积极，券商行业，尤其是头部券商与重点特色券商，有望充分享受资本市场发展红利。当前券商板块估值调整至相对较低水平，市场预期也相对悲观，可关注经济预期修复、风险偏好抬升等带来的阶段性修复机会。

地产：缓慢进入复苏通道资源向央国企集中

2022 年房地产融资大幅收紧，房地产领域信用风险逐步暴露，进一步降低了金融机构资金投向房地产的意愿。11 月以来，地产供需两端政策密集出台，中央关于房地产行业的定性也有转变，行业供给侧出清基本完成，需求端持续发力。随着疫情、信心不足等因素逐步减弱，预计未来行业基本面将缓慢进入复苏通道。此前维持强投资力度的强信用房企将表现出更强的规模业绩弹性，强信用、弱投资的企业也将

随市场改善逐步恢复正常投融资运营，板块及优质房企具备基本面及估值修复空间。

当前地产板块处于周期底部，体现为：一是三季度新开工面积增速历史最低。第三季度新开工面积增速同比下降 45%；二是百强房企销售面积增速为历史最低。第二、三季度百强房企销售面积增速同比分别下降 56%、40%；三是贷款需求过度收缩。2021 年 5 月以来，居民中长期贷款减少 50%，占同期新增人民币贷款比重已回落 18% 至 16%。



数据来源：wind，截至2022.12

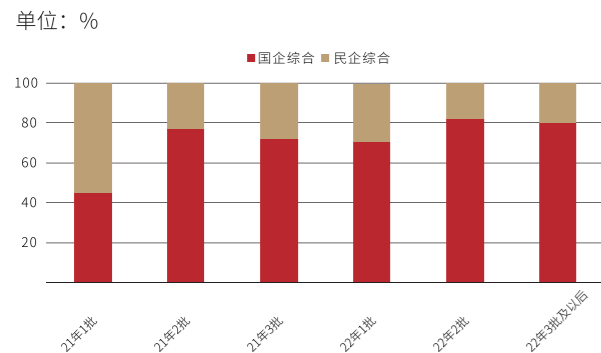


2022年房企在流动性压力之下保交付压力有所提升，导致竣工面积出现异于趋势的走势。在“保交楼、保住体”的政策思路之下，预计2023年行业温和复苏，竣工将回归正常趋势。房地产销售和竣工好于开工和投资，单月销售面积同比增速在二季度或三季度转正，一二线为主的龙头开发商销售和拿地毛利率回到或超过2020年水平。

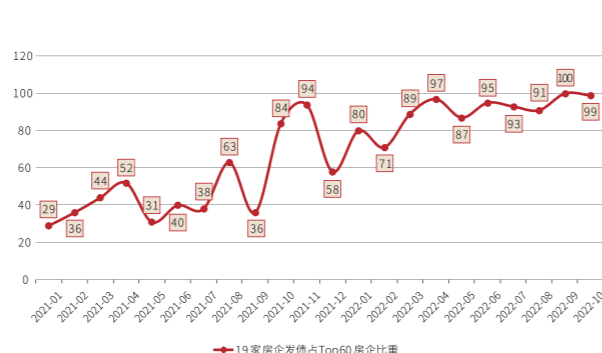
2023年地产主要指标预测汇总						
	工银瑞信	兴业	广发	申万	华泰	中金
销售面积增速	-5.0%	-8.0%	-8.0%	-7.9%	-2.9%	1.9%
销售金额	-3.0%	-5.0%	-5.0%		-3.9%	5.2%
开发投资	-8.0%	-8.0%	-13.0%	-8.1%	-6.3%	-0.7%
新开工面积	-10.0%	-18.0%	-9.0%	-9.3%	-17.0%	-7.1%
竣工面积	0.0%	0.0%	-8.0%	-1.4%	-10.0%	5.0%

与此同时，在当前背景下，政策资源呈现出向龙头央国企集中的趋势。土地市场溢价率大幅降低，地块毛利率提升明显，但绝大多数地块由央国企获得。从信贷资源来看，目前仅有19家房企仍活跃在信用债和海外债市场，19家房企发债占Top60房企比重从2021年9月的36%上升至2022年10月的99%。再融资新政以来已经有23家房地产公司公布再融资方案或意向，但最终落地仍以央国企为主，2014-2016年民企加杠杆大幅扩张不会再出现。

集中供地央国企拿地占绝大多数



19家房企发债占比持续提升



此外，对于与房地产相关的物管而言，板块具有较好ROE和现金流，预计长期保持10%的增长，但龙头公司存在市占率提升逻辑。此前房地产开发板块基本面的下行是影响物业管理板块投资逻辑的最大因素，在未来地产基本面复苏的大趋势下，物管板块估值的压制因素有望缓解。

3-6 港股 内外部拐点已现 多重逻辑演绎修复行情

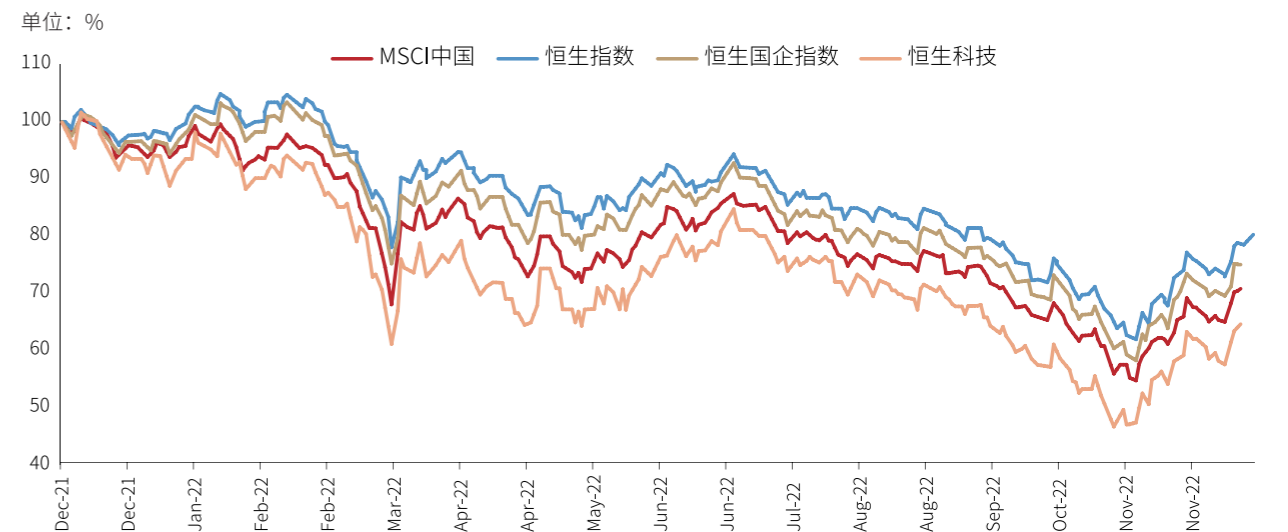
回首2022年，先抑后扬的港股行情，让投资者切身感受到了势如疾风的市场变化。展望2023年，国内地产担忧和疫情防控政策都出现了明确拐点，而美国加息周期市场预计于上半年结束，海外流动性拐点有望推动港股估值水平进一步修复。

内外部拐点的出现，让港股有望在多重逻辑兑现下，迎来盈利端和估值端的双重修复行情。如何把握后续的弹性和交易节奏？我们认为，可以从流动性反转、国内经济复苏、高股息三种策略配置港股。

1. 港股近两年大跌的启示

2022年11月以来港股市场出现普遍反弹，始于2021年初的下跌终于告一段落。回顾这段历程，要从港股市场中国资产、外国资本以及联系汇率制度的特点说起。

2022年11月以来港股市场反弹



来源：wind，截至2022年12月30日

港股上市公司结构以中资股为主，且新经济公司占比不断提升，因此港股基本面的决定因素为中国经济。但从持股机构来看，外资持股约为70%。而联系汇率制度决定了香港金融条件与美联储高度一致，港股无风险收益率和美债长短利率挂钩。

美元与港元汇率走势



这意味着港股的波动有什么特点呢？海外资本买入港股，本质是在看好中国经济发展的相对强势以及希望参与到中国经济、企业盈利的增长中来，而当海外资本大量买入港元计价资产时，香港流动性大幅改善，估值抬升。

港股的长期收益则主要由盈利增长贡献，而盈利增长的速度和估值（企业风险溢价）呈现非常明显的正相关性，导致港股波动放大。港股估值水平只看绝对值可能会有偏差，还需要考虑无风险利率。由于香港的联系汇率制度和资本自由流入流出的性质，一般需参考美债收益率来对港股进行定价，这就是为什么要对美国经济和美联储政策进行深度研究和跟踪。

中国经济基本面好且相比其他主流经济体有相对优势的时候，港股将产生“戴维斯双击”，即带来盈利和估值双重提升。而在中国经济基本面较弱的时候，港股则会产生“戴维斯双杀”。因此，判断港股的走势，要回归到中国经济 / 基本面为主，港股资产结构特点和海外扰动因素为辅的方向上来。在港股市场估值低且中国经济强势复苏、相比海外其他主流国家有明显优势，同时全球无风险收益率回落时，值得加大力度抄底港股。

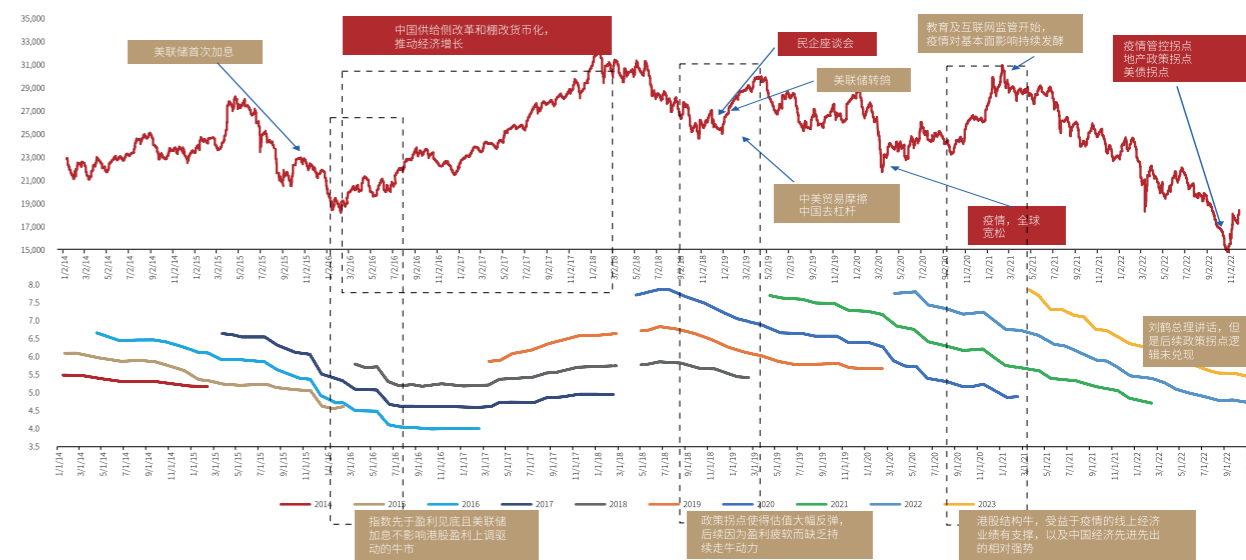


2. 港股是否站在中期拐点上？

港股市场在经历了接近 2 年的持续下跌后，面临着较多的矛盾，包括极低的估值、较差的基本面以及极其复杂的外围扰动因素等。但我们通过分析宏观政策，可以找到市场阶段性底部的先行指标。

政策的拐点往往就是市场估值修复的指引，往往经历政策拐点 → 金融数据拐点 → 经济拐点 → 基本面拐点的过程，拐点之后的市场走势则取决于政策兑现力度和企业盈利情况。

政策拐点往往是阶段性底部的先行指标



2.1 政策先行指标一：疫情管控和经济政策

这是海外资金最为看重的方面，外资一直把疫情管控政策作为判断中国经济走势的前瞻指标。外资决策的核心逻辑是不同资产基本面的相对变化趋势，中国 GDP 加速增长的前置条件之一是疫情管控政策的调整。由于港股权重公司的基本面大多和疫情管控政策以及经济周期正相关，疫情管控政策对港股公司的 EPS 预期产生直接影响。

随着疫情管控政策拐点的逐渐清晰，港股估值持续修复，目前市场对于后续疫情管控政策的调整方向分歧不大。但是需要警惕未来 2-3 个月疫情的冲击会对经济活动恢复造成的扰动，港股存在较大回调的可能，但是 6-24 个月维度经济加速复苏的大方向我们认为确定性较高。

全球主要经济体 GDP 预测

GS macro forecasts			
Real GDP (% yoy)	2022	2023	2024
China	3.0	4.5	5.3
US	1.9	1.2	1.6
Europe	3.3	-0.1	1.4
Japan	1.5	1.3	1.4
Asia Pacific	4.0	4.1	4.9
World	3.0	1.9	2.8
World ex-China	2.9	1.3	2.2
Output and Prices (% yoy)			
Industrial production	3.5	4.0	5.5
CPI	2.0	2.2	2.4
7D repo	1.8	2.0	2.0
CNYUSD	7.2	6.9	6.7

来源: 高盛, 彭博, 工银瑞信

2.2 政策先行指标二：地产政策

从供给侧看，2022 年地产政策以围绕“保交楼 + 保供给”为核心，原因是当前地产的有效供给不足，供需存在实际缺口。

从需求侧看：预计不会出台大规模的刺激政策拉动地产需求。现在的潜在需求低于 2015 年，若要刺激需求侧，则需要比 2015 年“棚改货币化”更大力度的政策，这或将意味着 3-5 年后会面临更加严重的问题。

2023 年土地购置费预计还会下跌，但建安投资预计会有明显好转，这对经济提振会有正面帮助。一方面是 GDP 统计只计算建安投资，并不直接计算土地购置费，因此预计 2023 年地产对 GDP 会有 0.8% 左右的实际拉动。另一方面，若果建安投资走强，相关产业链上游和地产后周期产业也会从中受益。

2.3 2023 年中国经济和企业盈利将逐渐改善

香港市场的核心主线是中国经济和企业盈利。我们判断目前中国经济在 2023-2024 年迎来加速复苏的确定性较高，且相比其他主要经济体具备相对优势，港股会从中大幅受益。

海外资本买入港股，本质是在看好中国经济发展的相对强势以及希望参与到中国经济、企业盈利的增长中来，而当海外资本大量买入港元计价资产时，香港流动性大幅改善、估值抬升。中国经济基本面好且相比其他主流经济体有相对优势的时候，港股则“戴维斯双击”；中国经济基本面不好时，港股则“戴维斯双杀”。

恒指走势与前向 12 个月经济预测

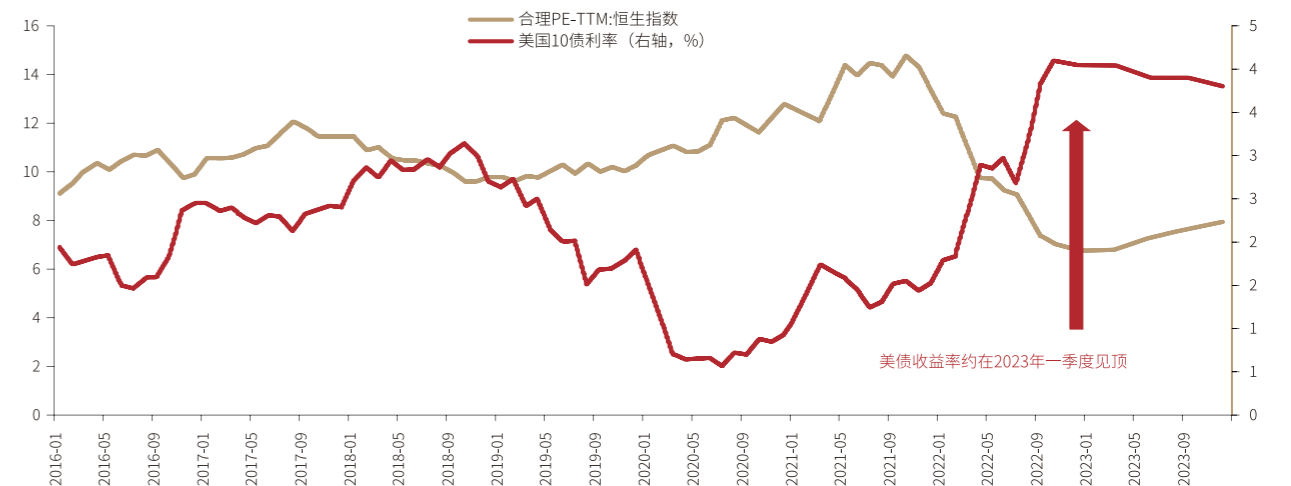


2.4 美债 / 美元对港股的影响趋于淡化，但仍为主要影响因素

由于香港缺乏自有流动性且海外资本可以自由流入流出，导致港股实际受到全球流动性的影响远大于中国自身的流动性影响。

恒生指数 10 月底时，动态市盈率仅为 8x 左右，为过去 10 年最低水平。本质上是美债长端利率也攀升至过去 10 年的最高水平（大于 4%）。我们测算，美债对港股的估值负面影响或大于 30%，但随着中国经济复苏的主线逐渐兑现，美债和美元对港股估值影响会趋于淡化，但是仍为主要影响因素之一。

美债长端收益率走势



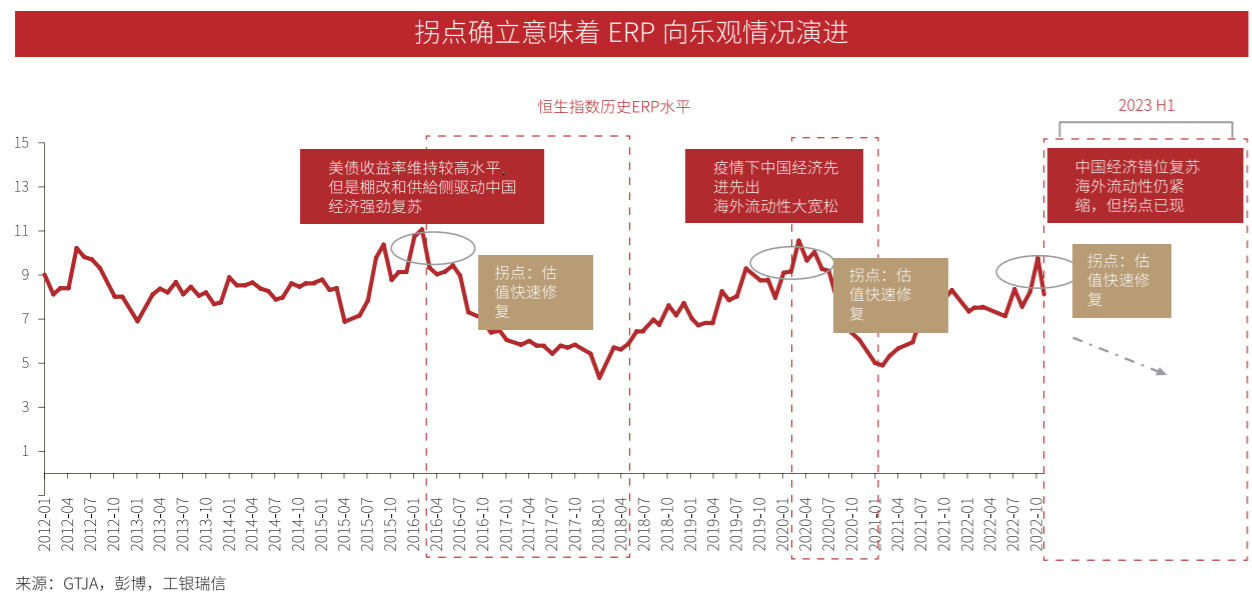
虽然美债长端利率和美元指数短期不排除二次冲高的可能，但是预期已经进入绝对顶部区间。一方面，美联储本轮加息周期的预期管理较好，市场已经充分定价 2023 年上半年的加息步伐；另一方面，10 月份以来美国通胀数据超预期回落，且 2023 年 1 季度通胀进一步下降的确定性较高。

2023 年随着美债长端利率预期见顶，在港股自身盈利缺乏稳定支撑的时候，美元指数和美债长端利率对于港股估值水平的影响会被快速放大，预计在 2023 年年中或迎来确定性的拐点。

3. 2023 年港股配置的三重策略

从盈利节奏来看，港股资产结构对经济和消费复苏、美元、政策导向更加敏感。相较而言，港股权重股复苏节奏更快、盈利弹性更大。

从港股估值来看，绝对估值仍处在较低水平。恒指估值近期的快速反弹，估值仅仅修复到前期低点，而港股 ERP（权益风险溢价）快速修复，截至 12 月底已经修复至相对合理的水平，目前港股从 ERP 角度来看已经脱离了被极度低估的区间。由于目前中国经济和海外流动性都会在 2023 年迎来确定性较高的拐点，因此我们认为港股以 6-24 个月的维度来看，ERP 会向着乐观情景演进。



对此，我们认为港股有三重配置策略：

策略一：流动性反转策略

2023 年美联储即将迎来加息拐点、通货膨胀趋势下行确定性较高，虽然降息可能发生在 2024 年，但是市场通常会提前做出反应，可采取流动性反转策略。

从弹性选择上看，港股优于美股，美股优于 A 股；成长股优于价值股；股票优于债券。从板块推荐上看，我们更为看好成长股的表现。生物科技、SaaS 及软件等虽然暂时不盈利，但是久期更长，能充分受益于流动性宽松预期；互联网、半导体、部分消费品、消费者服务、医药等优质成长股，可以更受益于海外流动性反转。

策略二：中国经济复苏策略

考虑到中国经济预计在 2023-2024 年会迎来相对强势期，可以从三个维度参与到复苏板块。

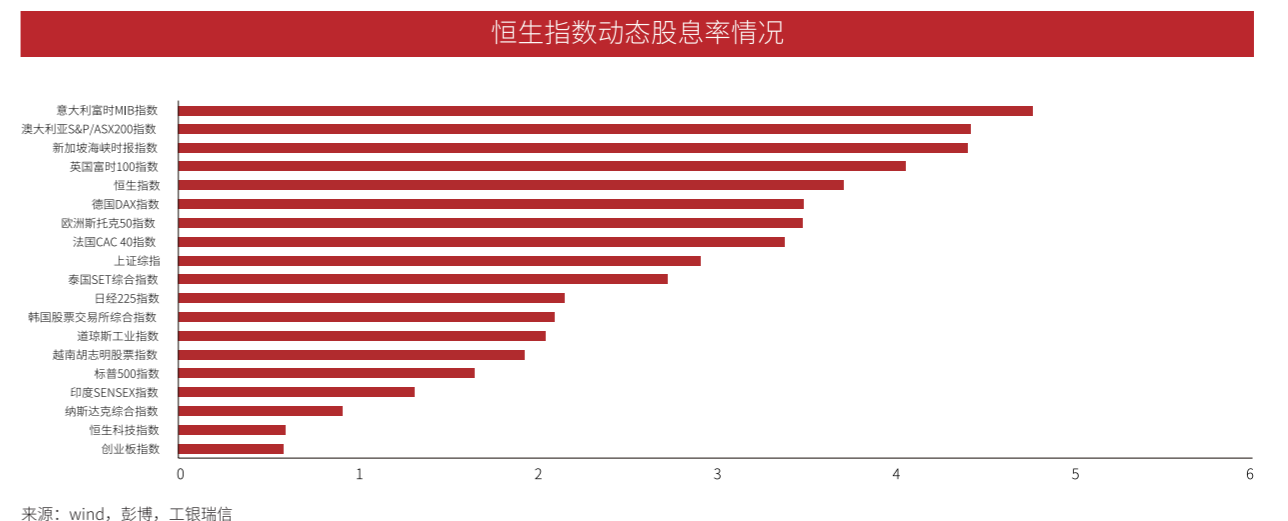
一是最直接受益的大消费板块，线下经济活动复苏，短期业绩弹性较大，现阶段依次建议关注啤酒、博彩、酒店以及餐饮等。

二是在消费复苏将带动经济复苏后，互联网、汽车、可选消费品、消费者服务、医药以及医疗服务板块受益更明显。港股方面建议重点关注电商、外卖平台、文娱、运动服装、食品饮料以及整车等。

三是在外资看好并重新买入中国资产后，势必会更多地配置中国具有相对竞争力、中长期景气度高的制造业资产，如新能源、光伏、消费电子以及半导体等产业。

策略三：高股息策略

港股由于估值低，因此高股息策略一直有存在的价值，且可以在其他个股预期收益率过低时提供较好的配置价值。可以重点关注煤炭、电信运营商等具有高股息价值的板块，以及从弹性空间考虑逻辑重启的绿电、银行等板块。





资产配置

ASSET MATCHING

4-1 / 养老金投资

4-2 / 基金投顾

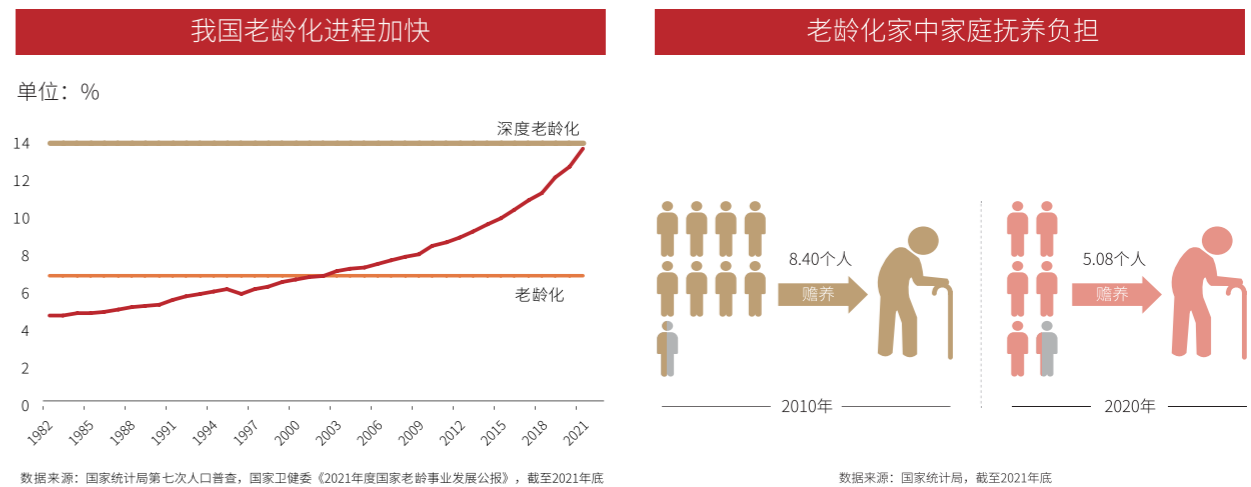
04

4-1 养老金投资 “新经济范式”下公募养老如何投？

改革开放 40 余年，我国老龄化进程悄然加快。第一个 20 年老龄化人口上升 2.1%，第二个 20 年则增长 6.4%，占比增速明显加快。根据人社部数据，我国 65 岁及以上人口 2021 年占比 14.2%，达到 14% 的深度老龄化¹ 标准线。

较高的老龄化导致老年人口抚养比持续上升，该比例已从 2010 年的 11.9% 提升至 2020 年的 19.7%，意味着从每 8.40 个劳动人口赡养 1 位老人降为 5.08 人，养老压力与日俱增。

与此同时，我国未富先老的状况亟待破局。截至 2020 年底，我国养老金规模合计约 12 万亿元，仅占 GDP 的比重约为 11.89%，远低于美国约 169% 的水平，养老储备仍显不足。从经济的长周期来看，投资、消费、出口三驾马车在经济中所占的比重，也或许正发生着趋势性变化。这种“新经济范式”的变化对应了资本市场的中期趋势。在此背景下，公募养老应该如何投资？



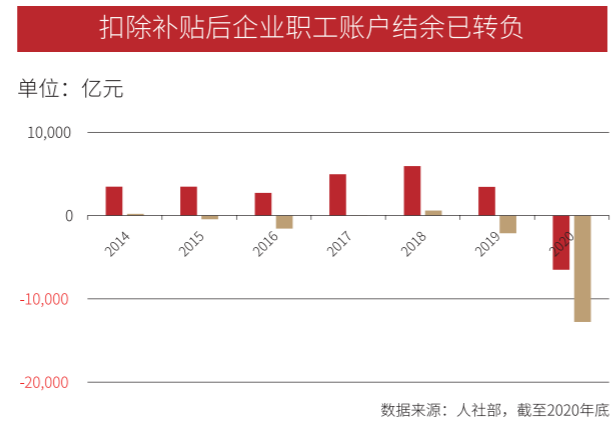
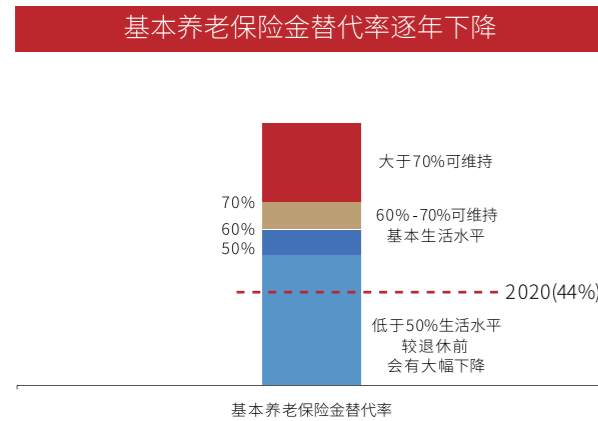
1. 为什么发展公募养老基金？

1994 年 10 月，世界银行在《防止老龄危机—保护老年人及促进增长》的报告中首次提出了养老金“三

¹ 根据联合国新标准规定，一个国家或地区 65 岁以上的老人占总人口的比重达 7%，则称为“老龄化社会”；占比达 14%，则称为“深度老龄化社会”。

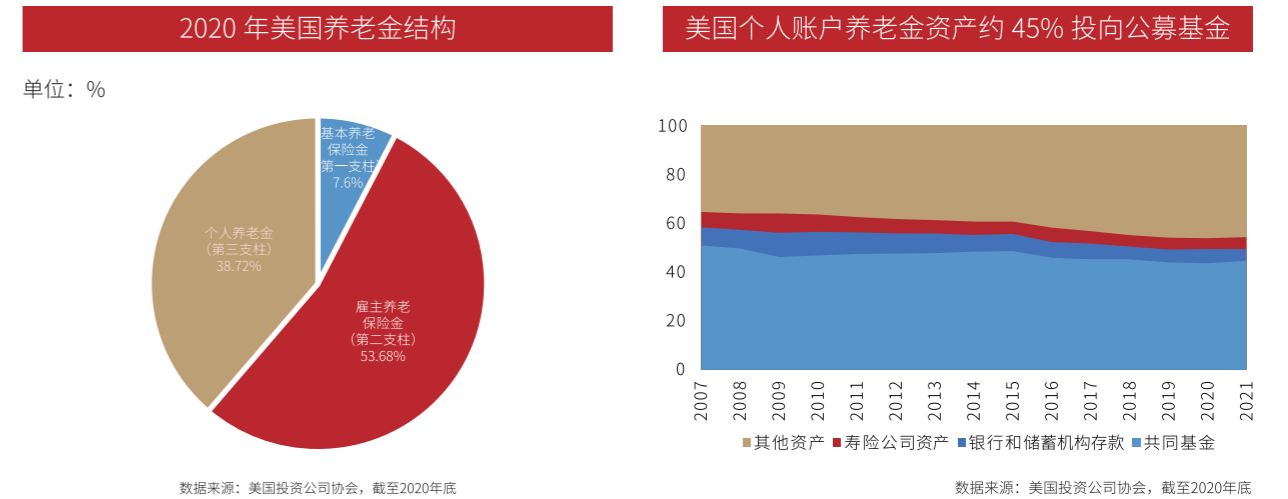
支柱”模式，养老责任由政府、企业、个人三方共同承担。目前“三支柱”模式是国际普遍采用的养老金制度模式。在我国，第一、第二支柱的养老金体系保障水平有限，第三支柱个人养老体系亟需建设，为幸福晚年助力。

第一支柱为基本养老保险，即“国家来养老”。其特点是覆盖广但替代率低。养老金替代率等于劳动者退休时养老金 / 退休前的工资收入，根据人社部、国家统计局数据，我国基本养老保险替代率已从 2000 年的 71.9% 下降至 2020 年的 43.6%。而根据国际经验，养老金替代率大于 70%，可维持退休前的生活水平；60%-70% 可维持基本生活水平；低于 50% 则生活水平较退休前会有大幅下降。由此可见，国内退休居民仅依靠基本养老金很难保持舒适的退休生活水平。



第二支柱为企业年金和职业年金，即“企业来养老”：根据人社部数据，截至 2021 年底，企业年金参保人员 2,875 万人，而城镇就业人数为 46,773 万人，企业年金参与率仅为 6%，受益范围较窄。

参考养老体系较为完备的美国，其养老金融体系呈多元化均衡发展，二三支柱成为国民养老主要收入来源，DC 计划和 IRA 为美国养老体系的重要构成²。



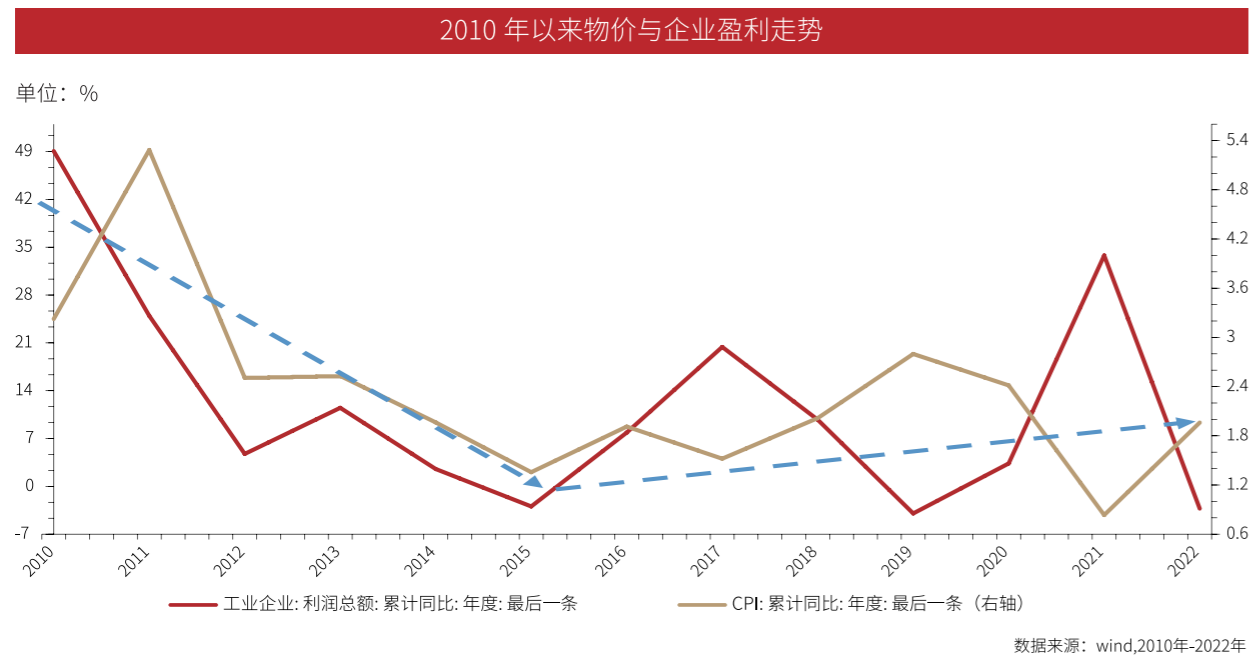
其中，公募基金是美国养老金体系中重要的配置资产，以 DC 中的 401(K) 计划、IRA 为例，约 66%、45% 的资产投向公募基金。养老目标基金的设计切合投资者中长期资产配置需求，在美国养老金资产的占比快速提升，根据美国投资公司协会数据，截至 2020 年底，DC 计划持仓养老目标基金规模占持仓公募基金总规模占比 80% 以上。

这是因为，公募产品布局完整，定位清晰，与养老金的契合度较高。个人养老金理论上退休后方可领取，缴付到支取之间的期限较长。这决定了养老金能够承受一定程度的短期波动，从而换取较高的长期收益，实现资产的增值。公募基金一直以来注重且擅长于权益资产投资，长期增值能力可能更优。公募中低风险产品以控制风险作为组合构建的基础，中高风险产品以获取收益为主要目标，有利于承接养老金的投资需求。

² 美国的第二支柱雇主养老金计划，分为待遇确定型 (DB) 计划和缴费确定型 (DC) 计划。DC 计划可分为服务于公司雇员的 401(k)、服务于教育以及非盈利组织的 403B，以及服务于州政府、地方政府和联邦政府的 457 和 TSP，其中 401(k) 占比超过 70%，为 DC 计划的主体。第三支柱包含个人退休金计划 (IRA) 和年金储蓄，IRA 是重要组成部分。

2. 中长周期下的“新经济范式”

从经济增长来看，2010年以来，我国GDP增速不断下行，但不同阶段物价和企业盈利表现不同。2015年前，GDP增速从11%降至7%左右，物价、企业盈利随GDP增速同步下行，而2016年后，GDP增速仍在波动中下行，但物价和企业盈利基本稳定，甚至整体略有反弹。

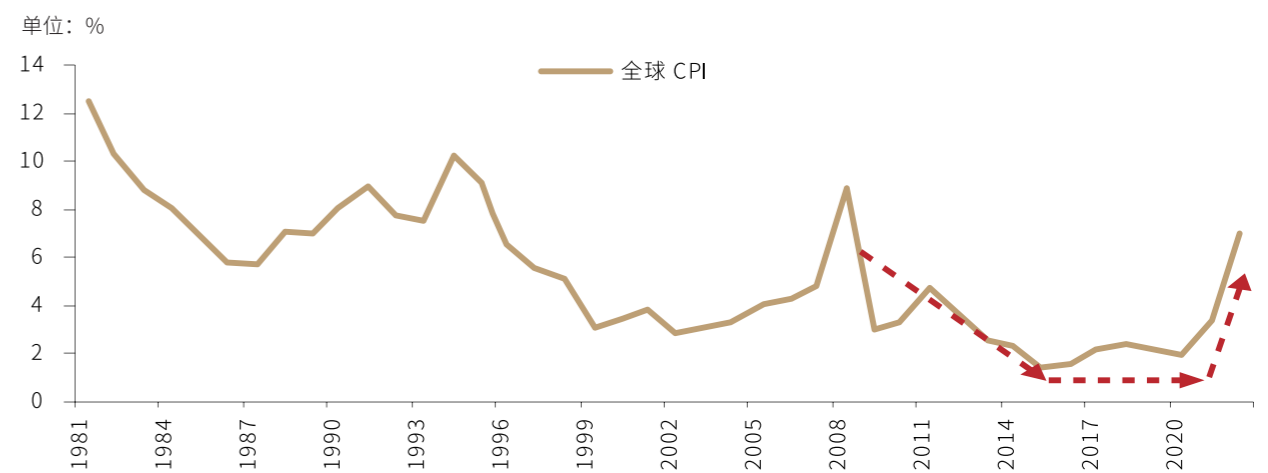


这或许是因为投资强度不同导致的供需关系变化。2015年应该我国甚至全球供过于求最严重的时候，之后逐步缓和。2012年前，我国制造业投资增速年化约为30%，我国成为世界工厂以及全球范围内都出现产能过剩，此后随着总需求回落，整体物价和企业盈利增速都快速下行。

2012年后，我国推进供给侧改革，同时企业盈利下行主动退出产能，制造业投资增速不断下行，2016年后维持在低个位数水平，剔除物价因素，产能几乎没有增加，供过于求情况逐步缓解。

与我国物价基本稳定不同，近两年全球主要国家通胀压力超预期，美国等发达国家更是创出30多年来新高，改变了2008年以来持续下行的趋势，反映出一定的供不应求。从更长周期看，此前的“全球化红利”带来了很低的物价，但之后导致了物价的趋势性上升。这次故事的前半程已经结束，下半程物价上升有了一定迹象。

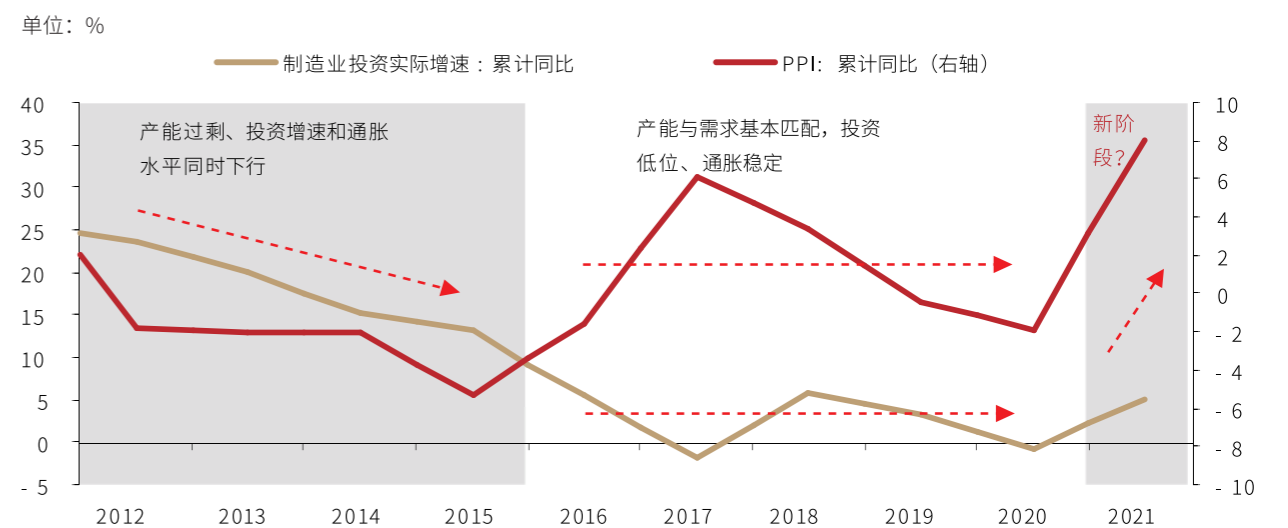
全球CPI历年走势



与之不同，2022年，由于疫情影响、房地产低迷、居民及企业预期大幅走弱等因素影响，我国内需回落导致与海外通胀差扩大，甚至一定程度上拉低了全球通胀。尽管内需较弱，但产能利用率并没有创出新低。剔除2020年疫情冲击的影响，产能利用率大体是在2015年见底，2021年下半年以来，我国产能利用率有所下行，但仍高于2015年低点。

随着产能不足情况越来越明显，未来中期看经济增速和通胀水平易上难下。在需求有所企稳或反弹，而产能多年没有增长的情况下，通胀对经济敏感度提升。需求增加和价格上升显著改善企业盈利，企业有条件增加资本开支，而投资需求增长带动经济和收入，可能引发更多消费、房地产需求等。

新的中期趋势—经济、通胀易上难下



再来看影响经济的几个重要变量。2023 年政策仍将以稳增长为目标，各经济政策真正要“以经济建设为中心”，仍会是宽松取向。对出口来说，市场普遍预期美国加息抑制需求，进而对我国出口造成负面影响，这的确已经反映在中国、周边国家出口增速的近期数据上。但出口短期回落，中期压力未必很大，特别是 2023 年美国加息已逐步放缓。

对消费和房地产来说，疫情下消费场景受限、居民对未来不确定性担忧上升，居民存款显著增加、贷款新增下降，疫情放开后，虽然可能经历初期的混乱和谨慎，但消费趋势向好。房地产 2022 年销量大幅下滑，2023 年大概率向好，并且房地产也是消费，如果经济和居民收入反弹，购房需求也会相应反弹，需关注的是地产拿地和新开工大幅负增长，将会对 2023 年的房地产投资产生拖累。

总体而言，以上不利因素更多是滞后指标，有利因素多是领先指标。尽管有困难，但希望更多，预期经济大概率好于 2022 年。

3. “新经济范式”下公募养老投资策略

经济范式的变化对应了资本市场的中期趋势。对于权益产品而言，2005 年 -2010 年前投资占经济比重整体上升，消费相对稳定；资本市场中投资相关特别是周期行业整体表现更好。之后投资占比不断下行，大消费相关行业表现更好，估值更高；周期行业只有供给侧、产能出清的逻辑，个别龙头企业“胜者为王”，在 2015 年后供需矛盾最严重时也有所表现，但估值几乎没有扩张。

如果经济结构发生趋势性变化，可以观察过去 10 年存在的趋势性现象是否会有所变化，如银行息

差受益于通胀提升、违约风险经历了产能过剩行业、房地产的冲击，同时资产增速下降由于经济增速下行和去杠杆过程，随着这些因素发生变化其 ROE 不断下行的过程是否结束；再如供给收缩，而非需求扩张的逻辑下周期行业是否有更多机会。

对于固收资产而言，我们认为养老金组合需要配置至少 30-40% 的成本计价产品以及逐步增加的权益可转债仓位，提高纯债资产的利用效率。由于稳增长过程中流动性难以实质性收紧，杠杆策略可有所为，但在经济修复和潜在通胀压力下，久期策略的风险大于收益。目前高等级信用债杠杆后收益率有所提升，相比于近几年可获得的成本估值有明显的性价比。2023 年成本估值到期较多，再配置压力会更大，可优选高等级信用债进行置换。

养老金投资仍需保持较低风险偏好，聚焦高等级，密切关注市场调整带来的机会，重视对配置机会的把握。当前阶段 AAA 信用已具备较好的配置价值。此外，银行资本补充工具的配置价值较好。由于投资者结构等问题，银行资本补充工具（二级资本债和银行永续债）的调整幅度显著超过高等级信用债，其波动较大的特性可能在未来一段时间存在，成为债券市场上“利率+”属性的配置品种。而城投债受利率市场调整、理财配置减弱、偿债担忧上升影响，信用利差升至较高水平，估值也显著回调，但城投出现大面积违约的概率较小，高等级债券有较好的配置性价比。

此外，转债市场规模继续增大。估值目前仍处于历史高位，偏低的资金利率和小市值风格占优为主要原因。随着经济恢复，若通胀压力的回升，转债可能面临估值收缩的压力，建议关注盈利处在底部、估值偏底部的公用事业、金融领域的转债资产。🔴



4-2 基金投顾 以高品质服务加速迈向“买方时代”

基金投顾业务试点如今已走过三周年。随着公募基金成为国民理财的重要工具，主打“买方顾问”理念的基金投顾业务应势而起，服务投资者数量及资产总额明显上升，成为越来越多投资者青睐的新型理财模式。

2019年10月25日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，基金投顾业务正式启航。从最初的5家试点机构，到目前包括基金公司、券商、第三方投顾平台和银行在内的60家机构获得试点资格，我国基金投顾业务实现稳步发展。它的推出，有助于投资者从以往的追涨杀跌频繁交易，向更多元化和个性化的长期理财规划和成熟的投资理念转变，也有助于为投资者带来更好的投资体验，提升投资者的获得感。

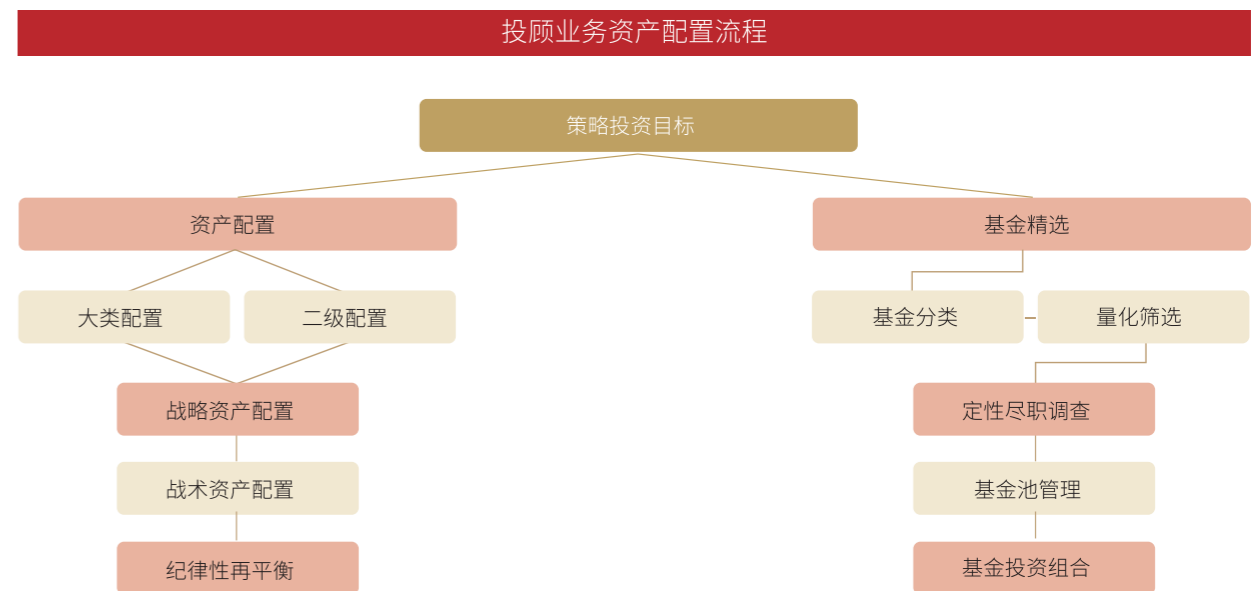
作为银行系基金公司，工银瑞信基金是获批开展基金投顾业务的试点之一，倾力打造的基金投顾业务品牌“容易投”也已同步启航。接下来，我们将从资产配置框架、基金研究框架、顾问服务等内容介绍基金投资如何“投”，如何“顾”。

构建专业化资产配置服务方案

围绕策略目标，投顾业务要进行资产配置和基金精选两方面的工作。



资产配置首先要进行的是大类配置，其次是二级配置。而基金精选首先要对基金市场所有的基金进行科学分类，以科学分类作为筛选评价的基础。第二步再进行量化筛选来形成相应的基金池，随后对基金进行定性的净值调查，最后进入到基金池的管理，并从中挑选基金形成最终的组合。



我们的资产配置可以分为战略资产配置、战术资产配置、纪律再平衡三个层次。

在**战略资产配置**层面，各个组合的投资都需要有一个“锚”，即和投资者对策略风险收益的偏好或定位相匹配的长期均值回报。在这个层面，我们主要遵循两个原则：一是权益偏好原则。在短期内权益资产的表现尽管不确定，但是当期限拉长之后，权益资产的表现相对较好则是比较确定的。事实上，从长期看，不承担权益资产的风险对于投资者的回报而言就是最大的风险。二是分散化原则。即尽量扩大投资范围，在高收益资产内部做好分散化。

战术资产配置则是主动调整获取超额收益的手段。在这个层面我们长期坚持逆向投资，做左侧交易，不去轻易判断市场的“顶”和“底”，只做大概率对的事情，力争在相对低的位置加仓，而在相对高点进行收益的兑现，把握住市场变化相对大的趋势。战术资产的配置是要围绕着战略资产的中枢来进行，偏离不能超过太多，但市场的波动需要理性看待，由拒绝波动转向利用波动来为投资组合增厚收益。

纪律再平衡主要是由于波动的产生，使组合整体的风险收益特征恢复到目标水平以内的风险控制手段，遵守投资纪律，才可以有效地控制风险。当市场出现异常的波动，投资者通常很难摆脱“羊群效应”，但是通过纪律再平衡就可以在长期使组合获取相对较好的收益。

从各部分资产策略的贡献上看，由于国内市场有效性还不太高，战略资产配置及再平衡的贡献约60%，战术资产配置和基金的选择各占约20%，因此在国内战术资产和个券可以为组合增加收益贡献的更多。

资产配置贡献		
战略资产配置及再平衡贡献	90%	60%
战术资产配置贡献	5%	20%
个券选择贡献	5%	20%
	国外	国内

*数据来源: Brinson, Hood, Beebower (BHB) 于1986年发表研究成果
Determinants of Portfolio Performance

组合在策略构建上, 主要采用了核心加卫星的策略, 分别构建权益基金组合、纯债基金组合、含权债基及另类基金组合, 以配置权益基金组合和纯债基金组合为主, 适当配置含权债基及另类基金组合, 通过调节各类基金组合的比例, 动态调整组合结构。其中, 核心策略主要是权益基金组合和纯债基金组合, 权益基金组合包括全市场基金组合和行业基金组合, 而纯债基金组合包括了主动纯债、一级债基和指数债基。卫星策略则包括含权益类资产的基金, 及其他另类型基金。

组合策略的构建, 需要综合考虑市场环境变化与底层基金变动。而市场环境需根据宏观、估值性价比等因素制作打分表, 基于胜率和盈亏比, 动态调整组合股债配置比例。底层基金变动则要考虑基金经理、基金产品、投资策略、投资业绩、择优替代等因素, 动态调整组合底层基金配置比例。

基金研究: 构建多维度综合分析评价框架

针对不同类型基金, 投研团队根据定量与定性分析方法, 考察标的基金经理在不同市况下表现, 识别其进攻能力、防守能力和综合能力, 形成和而不同、各有侧重的基金筛选体系, 追求业绩的可持续性。

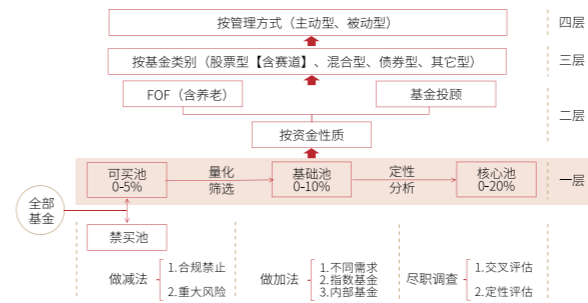
一是对基金进行分类, 形成量化筛选的基础; 二是进行量化筛选, 对基金经理在不同情形下的特征来进行定量的分析, 着重于它业绩表现的可持续性; 三是开展定性调研, 利用公开信息或面对面交流直观感受基金的交易特征, 并对定量研究的结果进行交叉验证。

产品遴选与评估流程



基金池管理上分为禁买池、可买池、基础池、核心池, 设置不同投资比例, 实现分级管理, 在此基础上, 还根据资金性质不同、标的基金类别不同、管理方式不同, 对基金池进行分类管理, 并按类别不同设置不同的投资比例上限, 定期进行调整, 有效防范基金投资风险。除每月跟踪定量结果外, 每季度根据定量筛选和定性评估结果, 对基金池进行审视, 确保基金池反映最新的信息。基金研究员完成基金产品定期不定期筛选后, 再将入池产品提交投委会审议, 通过后执行产品入库操作。

基金池管理流程



已入池产品情况

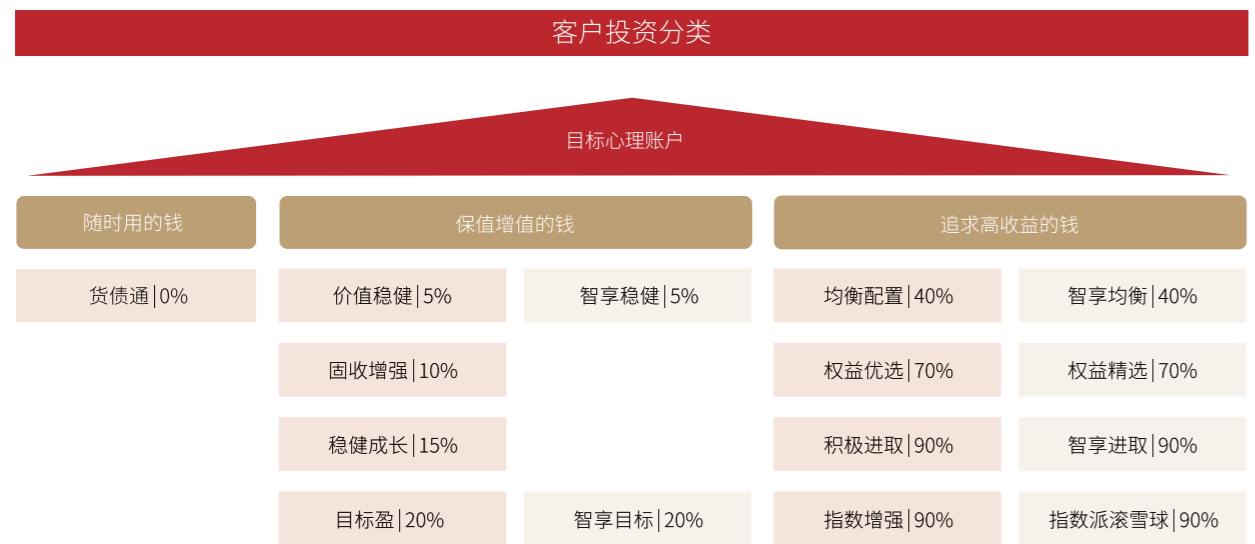
分类产品池	可投比例	备选产品数量
可买池	0-5%	5951
基础池	0-10%	1522
核心池	0-20%	42

在权益基金产品遴选与评估层面，结合定量与定性研究方法，采用分类、定量初筛、定性评估三步走的基金精选流程。一是基金分类。采用三级分类的模式，一级类型分成赛道和全市场，二级类型对于板块和风格进行了划分，三级类型上对于细分赛道再次划分，确保同类可比；二是定量初筛。根据基金的不同分类，针对不同类型的基金制定了差异化、有侧重的筛选指标体系，对不同类型基金进行初筛；三是定性调研。在初筛池的基础上，对定量排名靠前的基金进行调研，在投资理念、投资流程、投资团队、风险管理、其他特色优势五项上进行五档打分，最终选取每类定性调研结果和定量吻合、定性打分靠前的基金纳入基础池。

固收基金的筛选框架则是根据不同的组合目标需求来设定不同的基金筛选的标准，例如构建高波动、高含权组合时，组合收益的向上弹性就是核心的关注点，而构建低波动、低含权组合时组合的筛选能力就是核心的关注点，比如季度滚动收益高，而且获得正收益概率高的产品，通过这种差异化的筛选标准来构建不同的基金筛选框架。

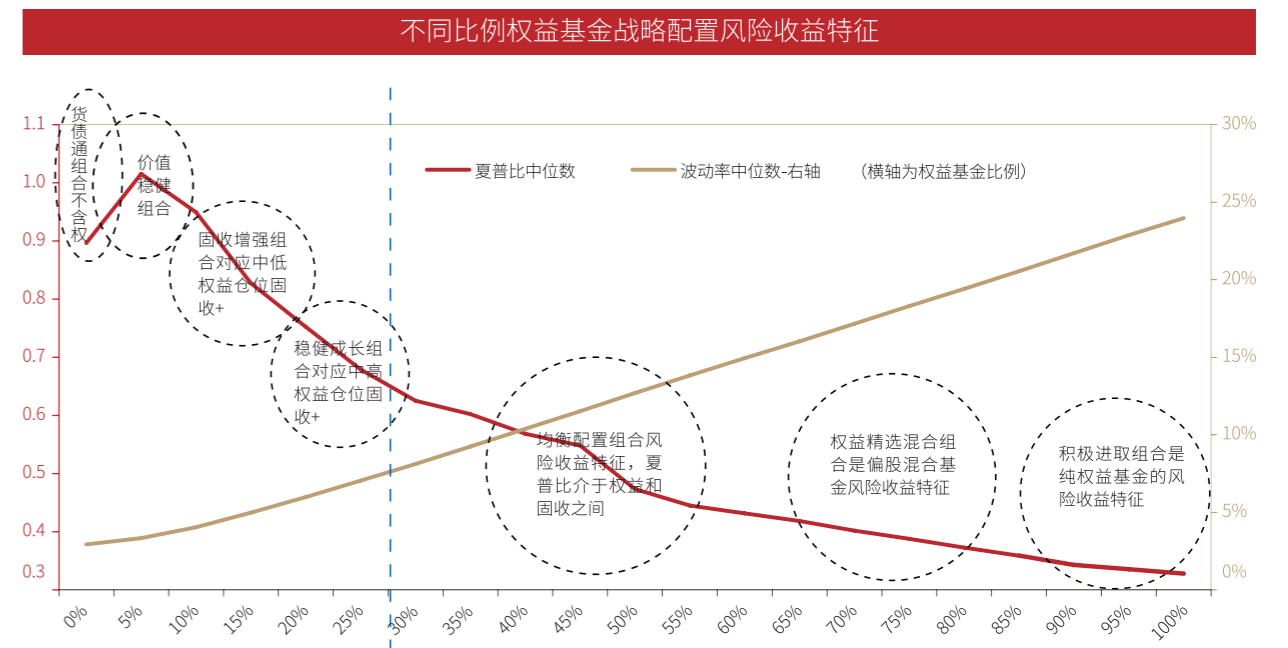
顾问服务：打通财富管理“最后一公里”

工银瑞信投顾策略根据行为金融学的心理账户概念，将客户的投资分为随时取用、保值增值、追求高收益等几类，结合各类资金的用途以及风险收益的特征，力争全面覆盖各类型投资者的需求。



依托深厚的产品研究及策略构建经验，工银瑞信有针对性的兼顾合作方的代销产品情况、目标需求、服务对象等因素，制定了定制化策略。

目前工银瑞信投顾业务的标准化组合包括七类，其中货债通没有权益类资产，价值稳健组合权益类资产占比 10%，固收增强组合占比 15%，稳健成长组合占比 15%，后三类属于保值增值的组合。而追求高收益的组合有权益占比 40% 的均衡配置、70% 的权益优选和 90% 的积极进取。



我们还有以目标、日期为特点的两类组合，当规定的收益触发时，组合就会结束本期的投资提前滚入下一期或赎回，以及相对于基准指数做指数增强的定制化策略。

为了打通财富管理的“最后一公里”，工银瑞信及时与客户进行交流沟通，持续完善顾问服务体系，推出了“领投计划”等服务陪伴的探索，希望通过多种方式增强投资者对市场波动、回撤方面的理解，不断提高投资者对市场的认知、持有期和满意度。☺



ICBC  工银瑞信

稳健创造持久财富