

2023 年度策略系列二：预期向现实的过渡

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522040001

核心观点：预期向现实的过渡——2023 年二季度经济逐步恢复，宽信用箭在弦上，超配价值，低配成长。国内疫情冲击第一波高峰告一段落，两会召开后政策逐步落地，盈利修复从预期向现实过渡。海外美联储预计继续偏向鹰派并准备进入观察期，估值压力进入临近点。盈利逐步修复，估值压力仍存下，价值表现优于成长。

从海外来看，预计美联储仍将保持鹰派姿态，同时利率政策逐步进入观察期，估值压力进入临近点。美国服务通胀在住房租金的带动下临近顶部区域，但美国薪资和就业情形预计仍旧紧张，美联储利率政策进入到高点观察期。

从国内来看，地产行业有望企稳，消费迎来初步复苏，宽信用箭在弦上，价值占优。地产和消费相辅相成，也是国内宽信用和盈利修复的关键。从地产行业来看，无论是底部盘整的时间还是政策出台的力度都有望支持其于二季度开始企稳向上。从消费行业来看，根据海外国家的经验，疫情冲击对消费的影响大约在一个季度，随后消费都出现大规模复苏。地产和消费二季度有望迎来好转共振，带动国内宽信用的进行，盈利修复从预期开始落地，同时宽信用也会使得国内利率走高，不利于国内高估值成长股的表现。

综合来看，2023 年二季度国内国外估值端难有利好，但盈利端的改善将从预期向现实过渡，以国内扩内需与稳增长为主导的价值板块有望获得超额收益。

配置选择：超配国内盈利修复的价值方向，如泛消费、医药、地产、大金融等。

风险提示：

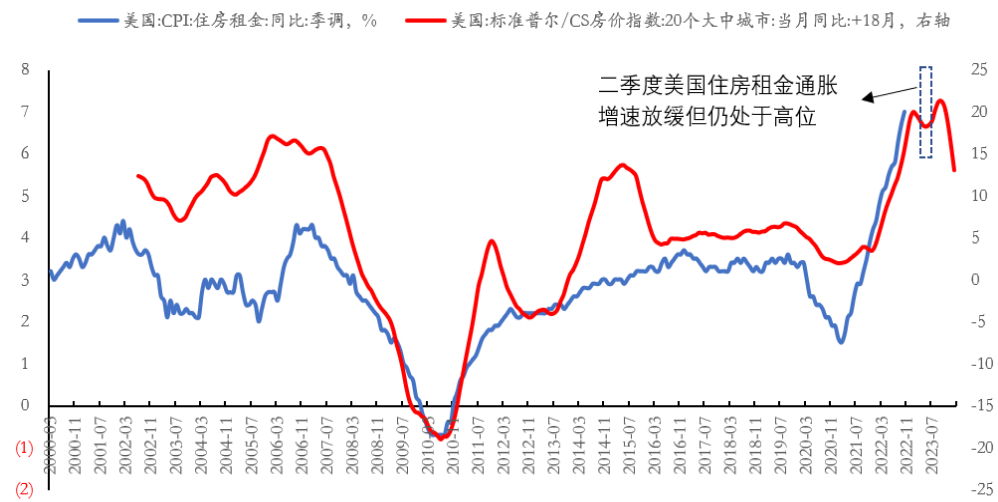
- 1、全球经济超预期衰退；
- 2、稳增长政策力度不及预期；
- 3、美联储紧缩力度不及预期

正文内容:

二季度宏观假设：海外美联储利率政策进入观察期，估值压力进入临界点。国内地产行业企稳，消费迎来复苏，宽信用开启，盈利修复从预期过渡到现实。

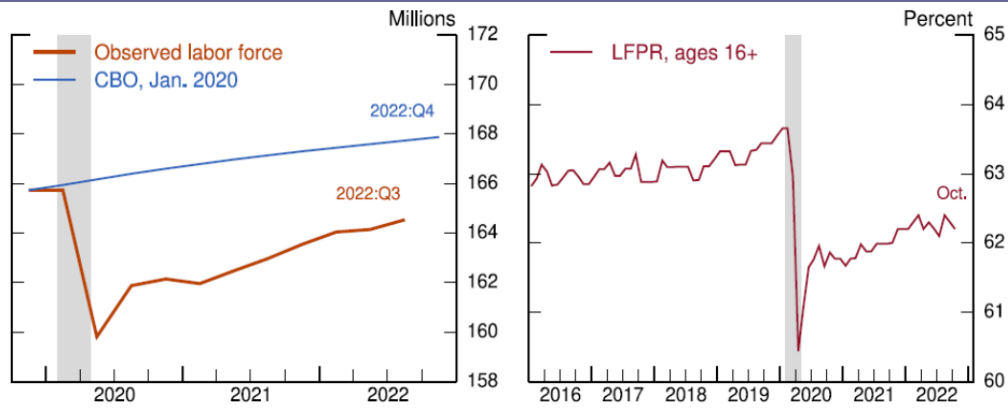
从海外来看，二季度美联储预计仍将偏向鹰派同时利率政策将进入观察期，估值压力进入临界点。一方面，住房租金带动服务通胀逐步进入拐点，支撑美联储不再继续大幅抬升利率。另一方面，美国的劳动力市场失衡将持续较久的时间，这将使得薪资增速难以回落，美联储将保持高利率较长时间。根据美联储主席鲍威尔11月针对通胀问题的讲话，由于退休的工人较多，美国劳动参与率大幅低于疫情前，使得美国劳动力存在约350万缺口，薪资增速难以回落。同时在12月议息会议上，美联储预计2023年和2024年美国失业率都为4.6%，较9月议席会议时的预估分别提高0.2个百分点，但依旧处于历史较低水平，这将使得美联储在利率达到高点后将进入较长时间的观察期。

图表 1：核心通胀中占比最大的住房租金项二季度开始明显放缓但仍处高位



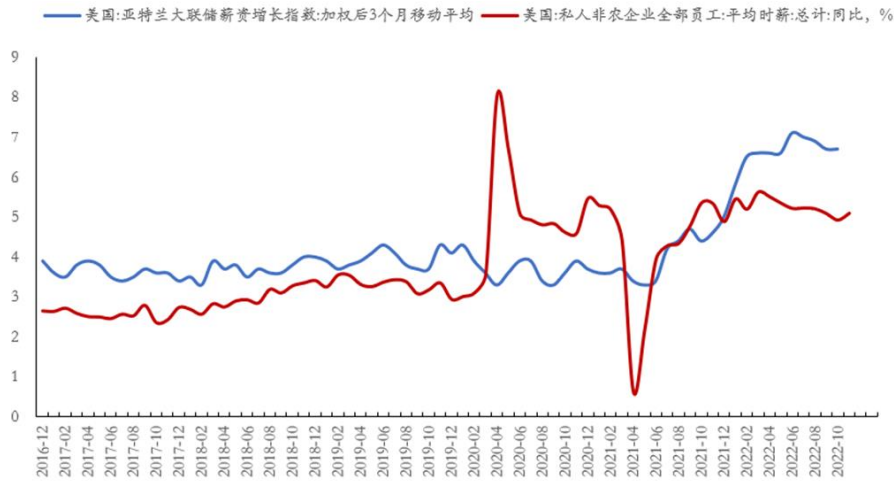
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2：美国劳动参与率大幅低于疫情前造成美国劳动力市场紧张



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

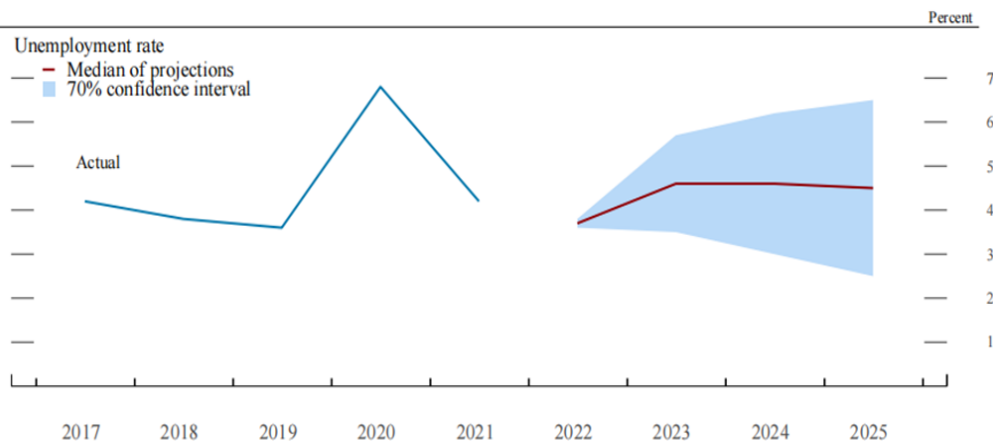
图表 3：美国薪资增速仍显著高于疫情前，显著高于美联储目标 2% 左右的增速



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4：美联储预计 2023-2024 年失业率 4.6% 处于历史较低水平

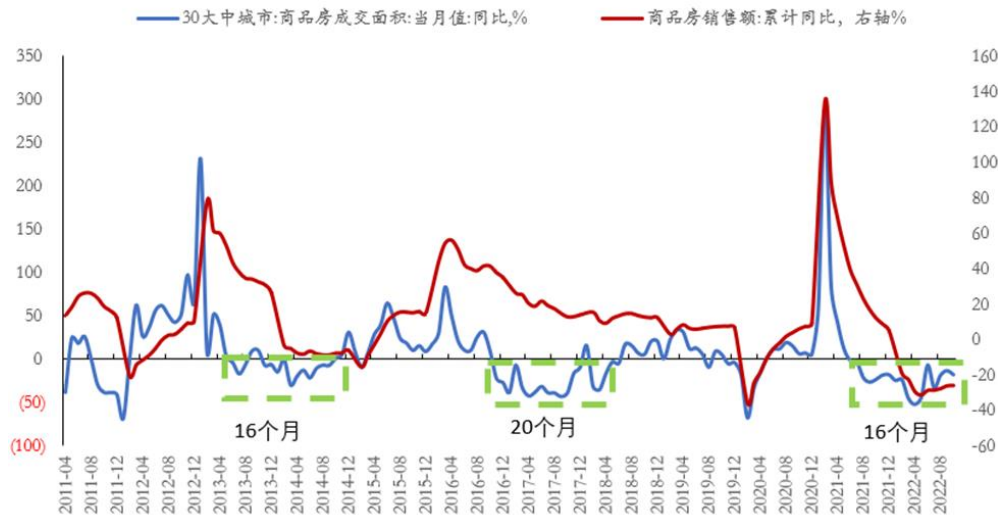
Median projection and confidence interval based on historical forecast errors



资料来源: FED, 太平洋研究院整理

从国内来看，二季度开始国内经济复苏将从预期过渡到现实，盈利开始得到实质性的修复，带动国内利率向上，不利于高估值成长股的表现。国内盈利修复主要依赖于地产行业的企稳和疫情高峰过去后消费的复苏：从地产行业来看，地产作为居民资产中的重要组成部分，企稳向上将对消费和经济增长起到正面作用。一方面，与前两次房地产周期相比，本次地产行业底部负增长时间已经足够。随着地产三支箭政策陆续出台，地产成交量和销售增速已从底部企稳回升，前两轮周期中同比负增长周期分别为16个月和20个月，本轮已历时16个月，考虑到疫情一个季度的冲击，政策发力下，一季度后有望逐渐回归同比正增长。另一方面，地产行业作为我国居民资产的重要组成部分，房价价格领先居民消费者信心约3-4个季度。因此地产行业的企稳，也将对居民的消费形成促进的作用，共同带动宽信用的启动。

图表 5：地产行业底部负增长时间相较于过去两轮底部已至末期



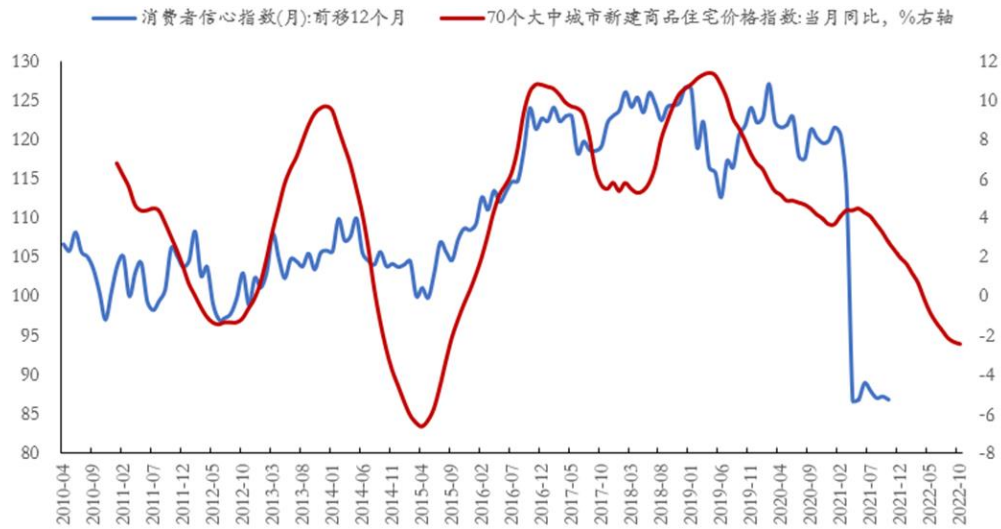
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6：地产行业企稳有望带动宽信用启动



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

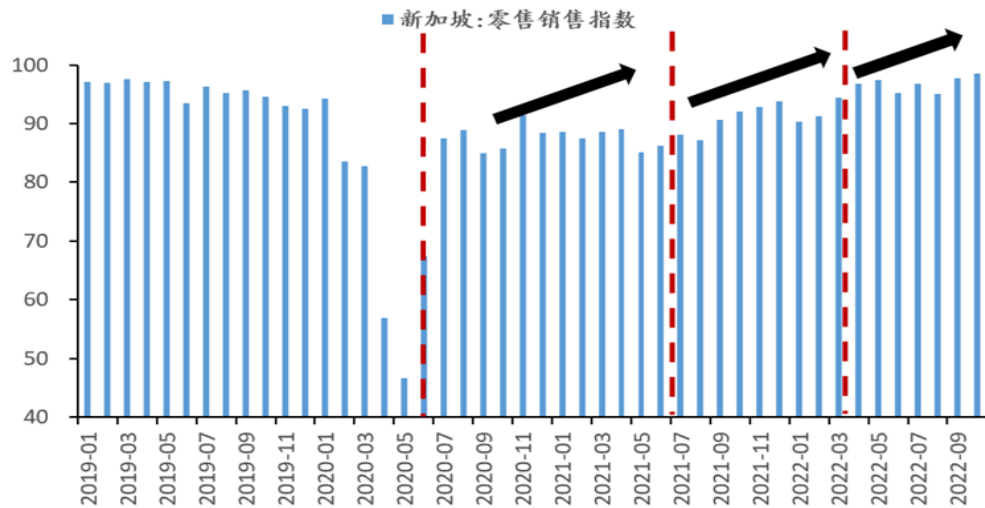
图表 7：房地产价格领先消费者信心约 3-4 个季度



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

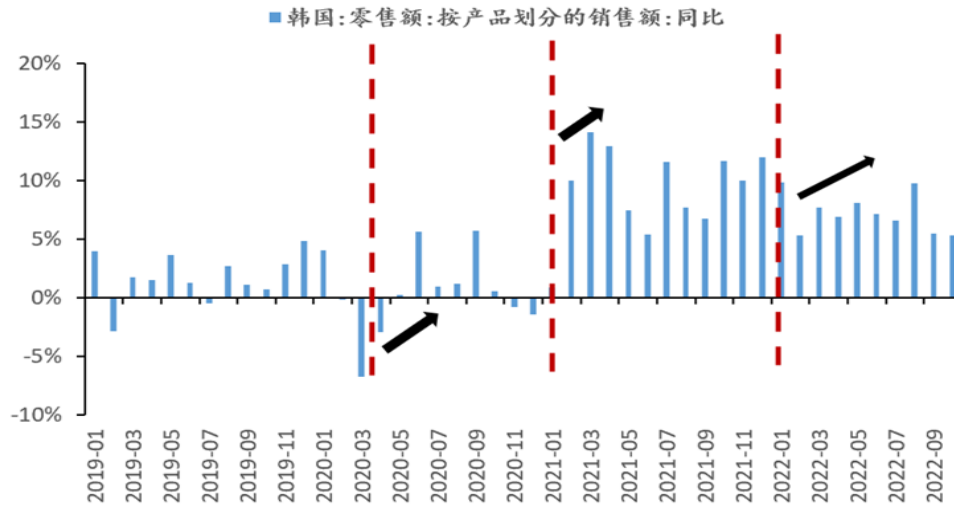
从消费领域来看，两会召开后稳增长扩内需的具体措施有望陆续落地，且疫情防控优化对消费的正面影响有望从二季度开始得到体现。12月的中央经济工作会议中，将扩大国内需求列为了重点工作，预计相关政策将在两会后得到落实。此外，参照与我国文化相近的新加坡和韩国的经验，疫情防控放开后的一个季度居民的消费支出都出现增长，同时新加坡、韩国、美国、日本等疫情放开后，股市中也是消费和医药涨幅领先。

图表 8：新加坡疫情防控放松后一个季度消费复苏



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9：韩国疫情防控放松后一个季度消费复苏



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 10：海外疫情防控放开后，消费和医药涨幅最大

	美国 (21.3月持续放松)			日本 (21.10月初放松)		
	21.03-21.04	21.03-21.06	21.03-21.09	21.10-21.11	21.10-21.12	21.10-22.03
必须消费	5%	11%	8%	5%	8%	6%
医疗	3%	10%	7%	2%	6%	4%
工业	5%	9%	15%	1%	4%	3%
公用事业	6%	6%	7%	-1%	3%	4%
房地产	1%	5%	5%	4%	2%	2%
可选消费	2%	4%	8%	0%	1%	4%
材料	1%	3%	4%	-3%	-1%	2%
科技	-2%	2%	7%	1%	-2%	-4%
通信	-3%	2%	4%	-1%	-2%	-6%
金融	5%	0%	3%	0%	-3%	-7%
能源	4%	-2%	3%	-1%	-6%	2%
	韩国 (21.3月放松)			新加坡 (21.08月初开始放松)		
	21.03-21.04	21.03-21.06	21.03-21.09	21.08-21.09	21.08-21.11	21.08-22.02
必须消费	2%	12%	17%	4%	9%	11%
医疗	5%	9%	14%	4%	8%	13%
工业	2%	8%	4%	4%	8%	3%
公用事业	3%	8%	5%	5%	8%	6%
房地产	3%	7%	4%	2%	7%	4%
可选消费	2%	5%	13%	4%	7%	6%
材料	3%	4%	8%	2%	5%	4%
科技	-11%	4%	7%	2%	5%	7%
通信	3%	4%	6%	3%	5%	-2%
金融	-1%	-2%	4%	1%	3%	6%
能源	4%	-3%	-4%	-1%	-6%	-3%

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

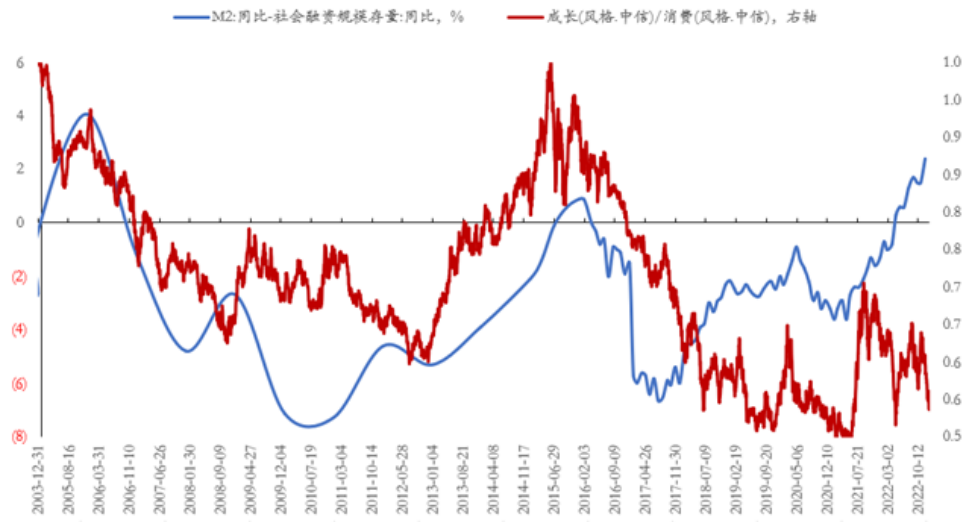
国内宽信用的进行将使得国内股价的逻辑以盈利端的修复为主，而估值端的逻辑在国内利率的走高、剩余流动性走弱以及海外仍旧保持较高利率的情况下承压。从公式 $PE = (1-b) (1+g) / (r-g)$ 中可以得知，由于成长股的盈利和股息率较低，因此受到利率波动的影响更大，国内成长股的估值受国内利率和海外利率的两方面影响。一方面，如前文所述，美联储二季度进入利率观察期后，海外利率对国内估值的压力来到临界点。另一方面，国内宽信用的进行，也会使得国内的利率上行，同时带动剩余流动性的走弱。这些因素都将使得以国内盈利修复为主的价值板块表现将好于估值为主的成长板块。

图表 11：国内宽信用的预期就已带动利率回归至政策利率区间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：宽信用将使得剩余流动性走弱，不利于估值表现



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

综合来看，二季度国内将迎来预期向现实的过渡阶段，国内有望开启宽信用周期，主导股价走势的将是盈利端的修复，而估值端在国内利率走高，海外利率保持高位下仍将承压。

风险提示：

- 1、全球经济超预期衰退；
- 2、稳增长政策力度不及预期；
- 3、美联储紧缩力度不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。