

2023 年度策略系列三：只会提前不会迟到的风格切换

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：只会提前不会迟到的风格切换——2023 年下半年市场关注焦点将从市场经济如何复苏转至经济复苏高度的评估，在外需回落，内部经济调结构下预计整体高度有限。高景气成长赛道预计表现优于价值板块。

从海外来看，预计 2023 年下半年市场对年底降息的预期将得到修正，这将深化衰退预期，海外对 A 股估值压力边际缓解但盈利下行的压力开始增加。预计 2023 年底降息预期将得到修正的原因有以下三点：一是 2023 年下半年开始通胀高基数的优势将逐渐消失；二是 2022 年四季度在供需趋于宽松的推动下油价已跌至 70 美元区间，但目前市场预期 2023 年 4 月之后供需将重新趋紧，能源为代表的非核心通胀使得通胀反复风险增加；三是美联储的利率政策对劳动力市场紧缺的影响较为滞后，预计 2024 年才能看到较为明显的作用。一旦市场意识到高利率将保持更长的时间，那么美债长短端利率预计将进一步倒挂，市场对未来衰退的预期将强化，这将从出口项对 A 股的盈利造成压力。

从国内来看，随着下半年经济修复进入后半程，市场关注的要点将转移至经济修复到底能走多高，预计本轮经济修复高度有限下，市场将迎来价值至成长的风格切换。预计经济修复高度有限的原因同样有三点：一是国内杠杆率已经较高，房住不炒，经济高质量发展的定位下，以地产为代表的旧经济难以向以往一样维持高增速。在高质量发展的行业成长起来之前，经济上行的斜率将放缓；二是疫情防控政策优化后，消费会有修复但高度预计有限；三是 2023 年出口预计将迎来量价齐跌。

综合来看，2023 年下半年预计将迎来海外衰退预期增加，国内经济修复高度有限的组合，这使得以盈利为主要导向的价值板块表现将弱于估值为主要导向的成长板块。成长板块的选择可从政策支持和下一代技术革命的终端应用两方面作为逻辑主线。

配置选择：价值逐步切换至高景气的成长赛道。主线一：围绕中央经济工作会议提到的高质量发展方向作为配置主线，如新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算、数字经济。主线二：下一代技术革命应用的终端方向，如元宇宙、机器人。

风险提示：

- 1、全球经济增长超预期；
- 2、稳增长政策力度超预期；
- 3、美联储紧缩政策时间不及预期

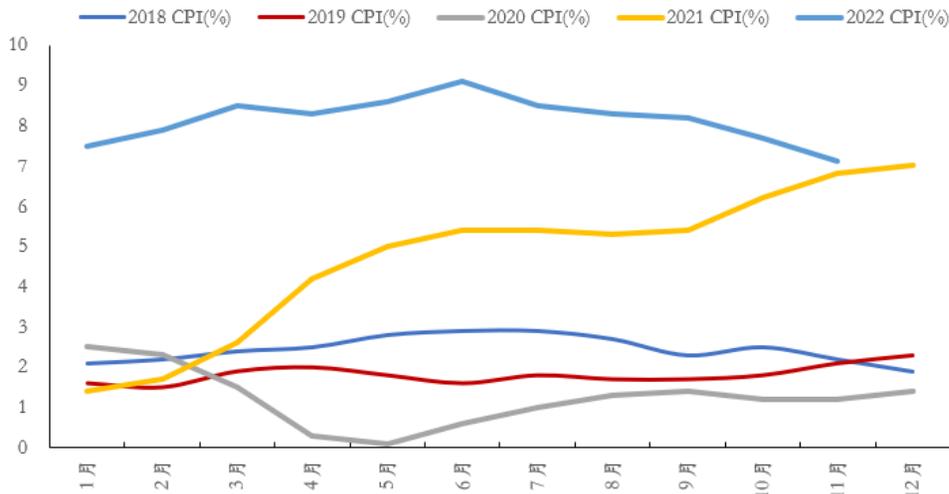
正文内容：

下半年宏观假设：海外利率高点出现，但维持较久，衰退预期深化。国内市场交易从盈利修复转至盈利修复高度。

从海外来看，预计市场目前预估的 2023 年年底降息的预期将得到修正，美联储维持高利率的时间将更久，衰退预期将深化，估值压力边际缓解，盈利下行压力增加。目前市场预估的 2023 年年底降息的预期可能过于乐观，主要是由于以下几点：

1) 2023 年下半年 CPI 高基数将消失，通胀下行将放缓。

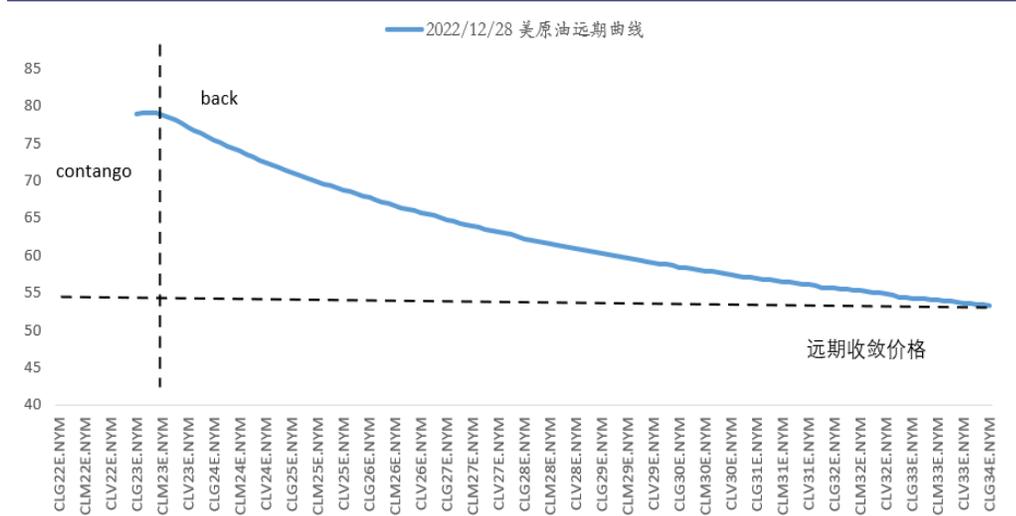
图表 1：2023 年下半年 CPI 的高基数优势将逐渐消失



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

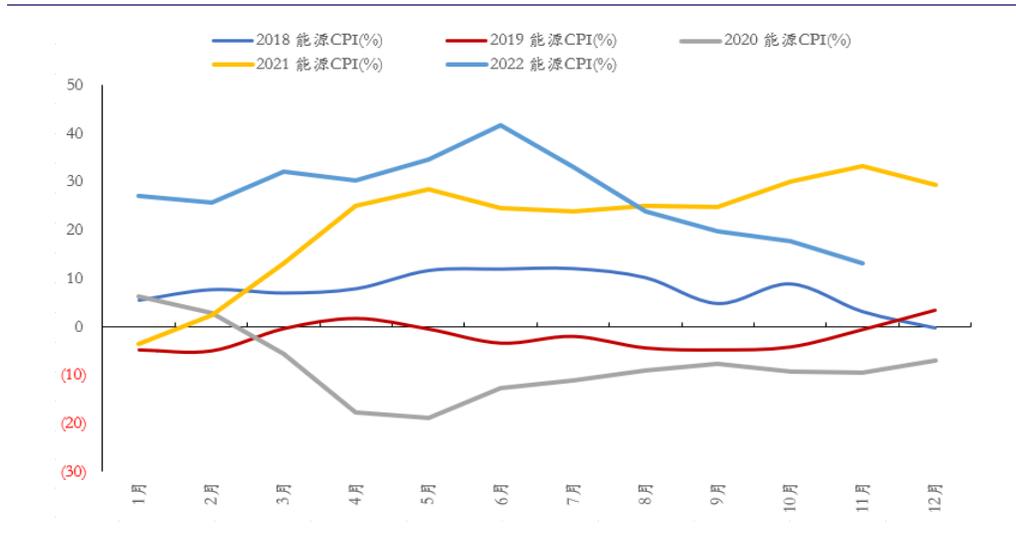
2) 下半年开始以能源为代表的非核心通胀不确定性较大，可能带动通胀再次走高。目前在供需趋于宽松（远期曲线 contango）的带动下，美国原油期货价格已跌至 70 美元区间，根据原油远期曲线来看，市场预期 2023 年 4 月份后原油市场供需重回紧张（远期曲线 back）。考虑到沙特 2023 年财政收支平衡的原油价格在 70 美元区间，且代表边际成本的原油远期收敛价格在 50 美元以上，2023 年原油价格继续大幅下跌的可能性较低，相反一旦供需如预期重回紧张，油价可能再次上涨，这将使得通胀反复的可能性升温。

图表 2：2023 年 4 月份后原油市场供需仍将延续紧张



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

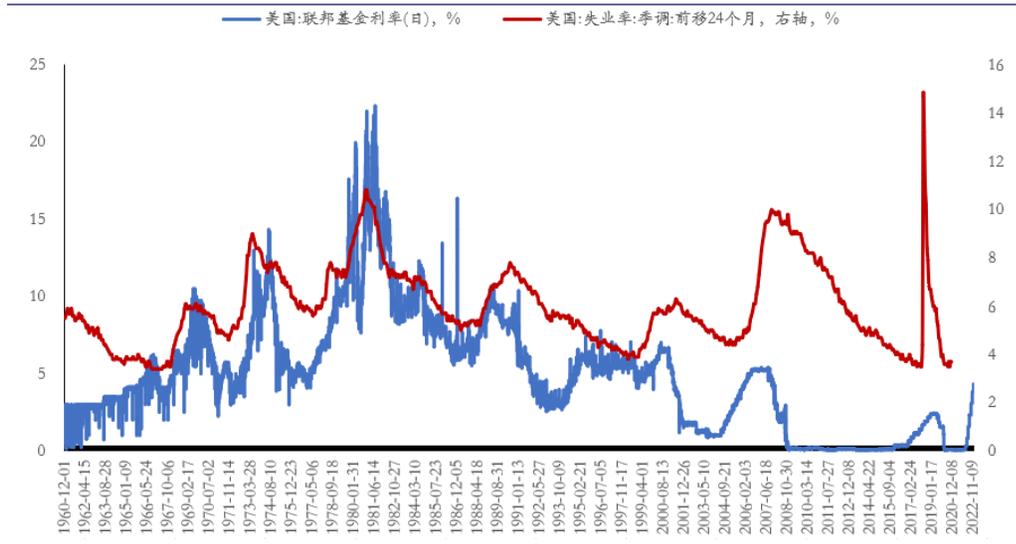
图表 3：基数影响下能源代表的非核心通胀可能卷土重来



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3) 利率政策对美国劳动力市场的影响之后约 2 年的时间，这使得美联储难以降息。美国劳动力市场失衡导致薪资增速过高是当下的美联储最为担忧的因素，然而美联储所能做的利率政策对劳动力市场的影响有着极为滞后的作用。按照 2 年时间来推算，利率政策对美国劳动力市场的影响可能要至 2024 年才能得到显现。

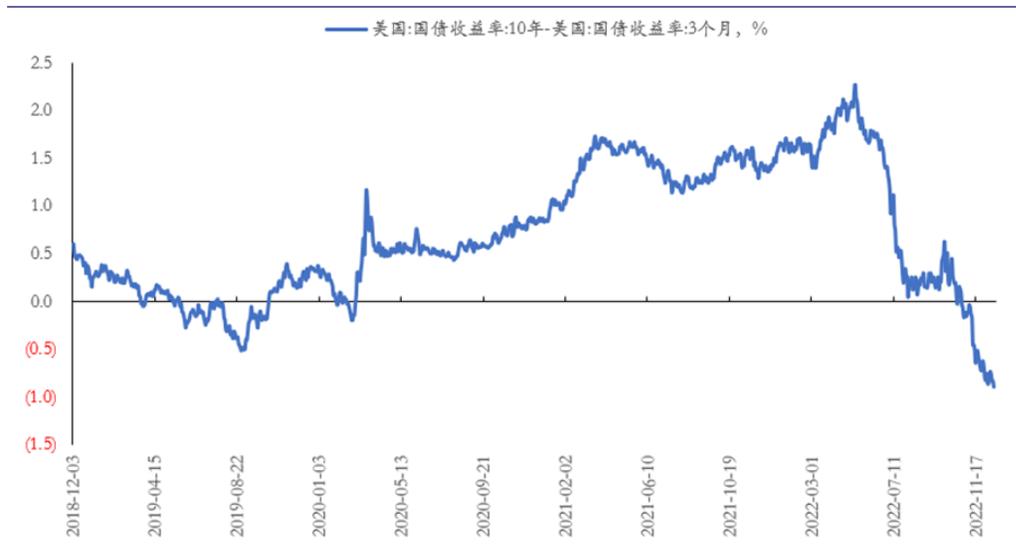
图表 4：利率对失业率的影响要滞后约 2 年的时间



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

一旦 2023 年年底降息的预期得到市场的修正，衰退的预期可能加深，估值压力缓解但是盈利下行的压力将通过出口传导至 A 股。美联储较长期保持高利率将使美债长短端倒挂程度和持续时间深化，加深市场对衰退的预期，利好成长的估值表现。长期保持高利率不变意味着短端的美债将锚定不动，时间越长，市场对衰退的预期越强，带动长端美债下行。

图表 5：长期保持高利率预计将继续深化美债长短端倒挂程度

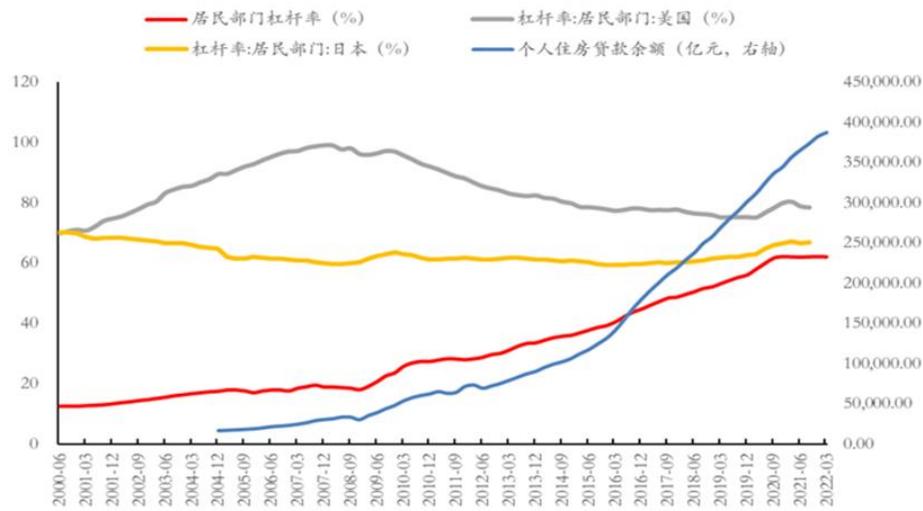


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

从国内来看，2023 年下半年市场交易的重点将从经济修复转移至经济修复的高度，预计经济修复高度有限下，市场将迎来价值到成长的风格切换。经济修复高度有限的依据有以下几点：

1) 当前我国杠杆率已经较高，未来持续增加的空间并不大，限制了未来经济增长的斜率。较高的杠杆率意味着依赖债务增长的经济发展模式已成为过去时。12 月召开的经济工作会议中，房地产“房住不炒”的定位依旧，同时高层定调高质量发展的经济结构，这都使得在未来很长一段时间，高质量发展的行业还未成长起来之前，经济增长的斜率将较以往放缓。

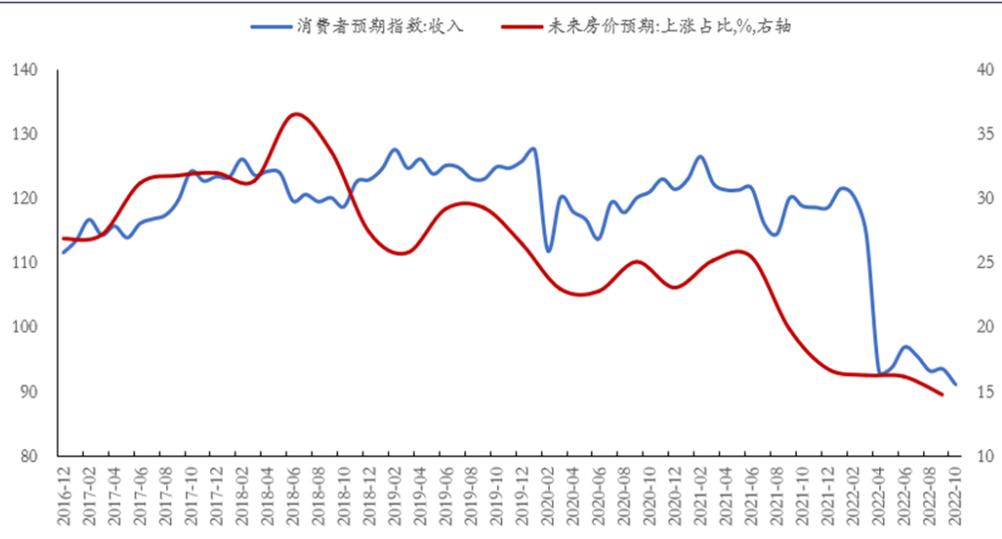
图表 6：我国居民杠杆率继续提升空间已经不大



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

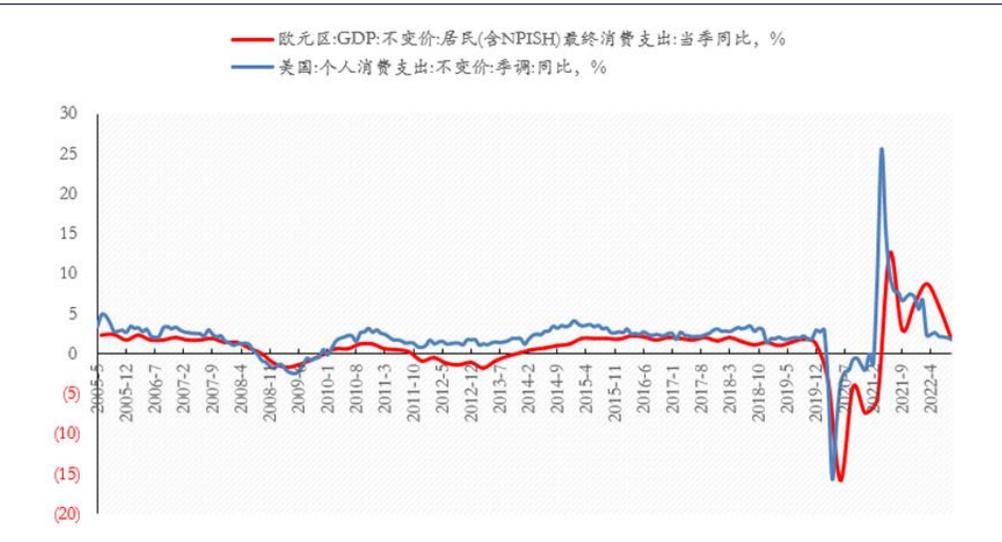
2) 疫情防控政策优化后，消费会有修复但高度有限。国内由于居民对未来收入预期恶化的担忧，储蓄意愿上升，消费意愿下降，因此疫情防控政策优化后，储蓄最终能否转化为消费依赖于居民对未来收入预期能否得到大幅改善。由于房子在我国居民资产中占据绝对的比重，居民对未来收入的预期中房价能否上涨至关重要，但如前文所述，在杠杆率已经较高，房住不炒等因素的背景下，房价难以再大范围大幅上涨，这也将使得居民对未来收入预期大幅改善较难实现。此外，参照已经放开疫情防控较久的欧美国家的表现，一开始在财政和货币政策的刺激下，消费快速增长，但随着财政和货币政策的退出，需求快速回落，其中美国消费增速已低于疫情前，欧洲也在快速回落，这证明了一个最基本且显而易见的事实，即疫情的发生并不会使生活变得更好。

图表 7：居民收入预期与对房价预期趋于一致



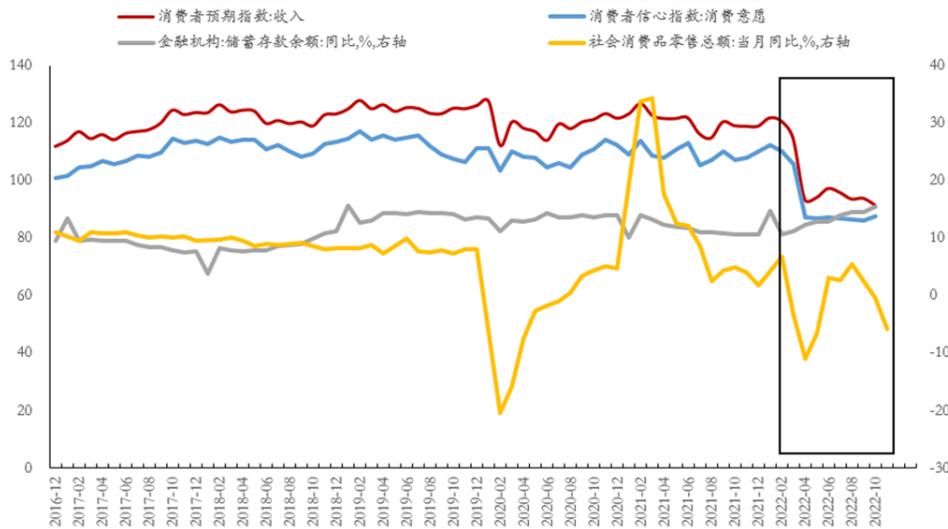
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8：开放时间更长的欧美失去财政补贴后消费增速快速回落



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

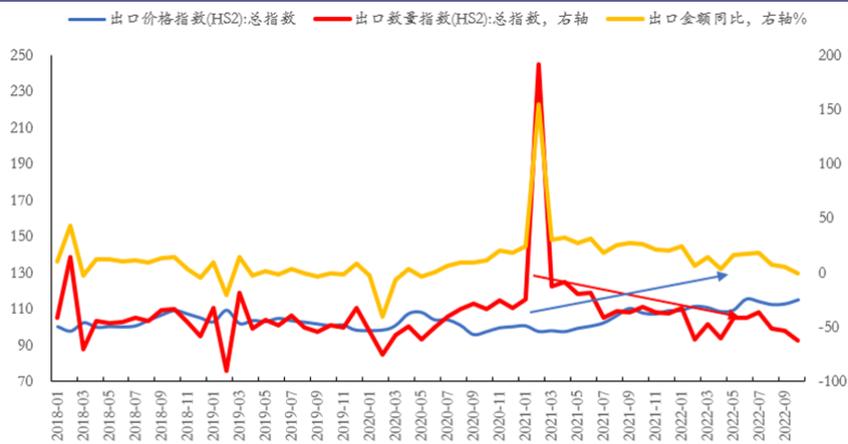
图表 9：消费能否好转取决于居民对未来收入的预期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3) 2023 年外需预计将迎来量价齐跌，2022 年拉动经济增长的出口将在 2023 年成为“拖后腿”的一项。截至 2022 年三季度出口对我国 GDP 增长贡献率高达 32%，2022 年我国出口表现亮眼。这依赖于海外高通胀以及紧缩的货币政策共存下，我国出口以价补量，出口依旧保持较好表现，但是随着海外通胀的下行以及紧缩货币政策延续，2023 年我国出口表现难言乐观。

图表 10：我国 2022 年出口以价补量，但 10 月出口金额已同比专负



资料来源：太平洋研究院整理

图表 11：随着海外经济放缓，通胀回落，明年出口预计量价齐跌，压力更大



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

风险提示:

- 1、全球经济增长超预期;
- 2、稳增长政策力度超预期;
- 3、美联储紧缩政策时间不及预期。

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	zhafl@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。