

# 內需提振經濟 A股下季迎反彈

## 王勝：新能源具競爭力 關注儲能及光伏股

### 投資人語

A股市場今年將迎來「雙峰行情」。申萬宏源研究所副總經理、策略首席分析師王勝表示，隨着政策預期發酵的「由點及面」，春季躁動行情可期。他並指，今年全國兩會後，全球衰退將令A股基本面承壓，在外需持續回落以及內需有效改善前，A股將進入磨底期。隨着內地民眾適應新的防疫措施，經濟「中強美弱」格局下，A股有望在二季度中後期迎來一波上漲行情，「但該行情並非『牛市』級別」。

大公報記者 倪巍晨

### 申萬宏源2023年A股投資建議

春季策略	
疫後恢復方向	首選醫療基建，這是居民能適應新防疫措施的前提
大安全方向	首選信息技術應用創新，其中金融IT、汽車IT、能源IT等細分行業供需格局已在去年三季度迎來改善
地產鏈方向	首選房地產，可關注優質房企的再融資擴張，以及建材特別是「保交樓」
二季度策略	
疫後恢復方向	景氣改善持續性重於彈性，建議關注醫美、白酒、啤酒、調味品、免稅等消費核心資產的投資機會
大安全方向	去年計算機行業供給普遍收縮，今年政策加碼有望帶來需求的改善，供需格局优化的細分行業料不斷增加
地產鏈方向	家電、家居估值修復將以房地產銷售的改善為前提；銀行估值的修復，將以出險企業風險處置加速為前提
新能源方向	持倉高，需等待二季度周期項改善的明確再布局，建議關注儲能、光伏組件、新能源車動力電池等
老能源方向	在復甦、過熱、滯脹階段均有機會，今年下半年或是老能源投資機會捲土重來的窗口

大公報記者倪巍晨整理



申萬宏源研究所副總經理、策略首席分析師王勝預計，二季度開始A股結構選擇重點將從「政策催化」向「景氣驗證」過渡。

去年內地疫情防控措施持續優化，房地產融資領域「三箭齊發」。王勝認為，上述變化已成為近期A股相關板塊最重疊的政策催化劑，「目前已發酵的政策樂觀預期呈現『點狀』分布，政策以「托底優化」為主。」王勝補充說，經濟刺激和轉型發展，是後續政策預期發酵的重點，圍繞「大力提振市場信心」可關注兩大政策主線。一是調用居民高儲蓄的政策不可或缺，政策重點是防疫政策優化的落地執行，以及房地產需求刺激政策的堆積。二是延緩基建投資和製造業投資增速回落的壓力非常必要，政策重心是準財政的發力，以及定向「寬信用」的加碼。隨着「大力提振市場信心」政策目標的逐步實現，A股春季躁動行情可期。

### 「中強美弱」趨勢逐漸顯現

王勝提醒，政策樂觀預期的發酵雖是「春季躁動」行情的核心線索，但「海外經濟走弱或貫穿整個2023年」，特別是年內美國經濟大概率逐步走弱背景下，中國面臨的外需將持續回落。「需求回落」是未來一段時間A股上游周期、中游製造板塊的主要矛盾，相關板塊盈利將承壓。對中國而言，在內需有效改善前，上半年A股基本面難免承壓，加之周期項改善的稀缺，全國兩會後市場將進入景氣驗證階段，A股或由此進入磨底期。

在王勝看來，經濟「中強美弱」素

來是A股投資機會的重要來源。王勝解釋，今年中國預算內支出彈性預計有限，準財政政策發力是經濟穩增長彈性的主要來源，但預算外政策發力從「量變」到「質變」需要一定的政策催化積累和時間。

與此同時，去年三季度開始中國居民收入分配條件已開始改善，從歷史規律看，上述改善出現三個季度後，居民支出意願將迎來系統性提升。此外，隨着居民適應新的防疫措施，消費場景將得到恢復，「綜合以上因素判斷，今年經濟「中強美弱」的兌現窗口或在二季度後出現。」

### 通脹「易升難下」成隱憂

「疫後恢復僅是階段性的周期項改善，A股中期投資更應關注長期趨勢

項。」王勝指出，具體而言，通脹「易上難下」的大周期尚未終結，不應對股市估值修復幅度有太高期望。另一方面，中國仍面臨海外環境的高壓，國際競爭需要新的破局點。此外，新能源和老能源的大周期並未結束，新能源仍是中國製造最具競爭力的環節。

投資布局方面，王勝建議，在A股春季躁動階段，圍繞「政策催化方向」，優選中、短期改善驗證有較高可見度的方向。二季度開始A股結構選擇重點將從「政策催化」向「景氣驗證」過渡。

至於新老能源方向，王勝說，大的周期尚未結束，鑒於新能源當前持倉較高，建議待二季度周期項明確改善後再着手布局，建議關注儲能、光伏組件、新能源車、動力電池等（見附表）。



### 估值性價比高 恒指最樂觀料升33%

得益於歲末年初內地防疫政策的持續優化、房地產政策的回暖，以及美聯儲加息周期進入尾聲，市場已形成對港股「看多」的一致性預期。申萬宏源研究所副總經理、策略首席分析師王勝分析，總體看，今年港股估值大幅下行風險相對可控，待美聯儲政策正式轉向，以及內地基本面確認企穩後，港股估值向上修復的彈性將變得更大。他並提醒，當前時刻或是港股反彈的重要窗口期，但年中前後市場或迎「向上與向下因素的拉鋸」，「依據ERP（股權風險溢價）估值模型，中性假設下，今年恒生指數潛在收益率約8%，樂觀情景下可達33%。」

王勝指，當前標普500指數、印度股市PE（市盈率）分位數仍較高，A股PE分位數相對中性，港股無論PE抑或是PB（市淨率）估值均相對便宜。短期而言，港股估值已具較高性價比。待美聯儲政策正式轉向，以及內地經濟基本面確認企穩後，港股估值將迎來彈性更大的向上修復。但中期看外資在港股中的佔比仍有趨勢性回落風險，預示港股潛在波動率或仍較高。

投資邏輯方面，他續指，網科板塊是平衡彈性與可持續性的首選，醫藥、大金融等板塊亦有望迎來估值修復行情。港幣人民幣櫃檯交易，長期內有望打通離岸人民幣的境外循環，並擴充離岸人民幣的投資渠道與產品，從而提振離岸人民幣的持有有意願，推動人民幣國際化步伐。

### 申萬宏源團隊對港股三個情景假設

情景	情況	恒指及恒生科技指數預測
中性情景	防疫放開和房地產市場修復並非一帆風順，中國經濟將呈現弱復甦態勢；美聯儲雖將停止加息周期，但不會很快開放降息	今年將漲約10.5%及21.1%
樂觀情景	內地居民能較好適應防疫政策的優化進程，加之房地產需求在今年下半年的快速恢復，中國經濟將迎來強勁復甦勢頭；美聯儲或在年內啟動降息周期，美債收益率將因此大幅回落	今年將漲約37.7%及57%
悲觀情景	疫情出現超预期變種爆發，疊加海外通脹壓力難以緩和，美聯儲加息邊界顯著上移	年內將跌約23.2%及32.4%



▲分析指，目前美股盈利預期尚未充分反映美國經濟潛在的衰退風險。

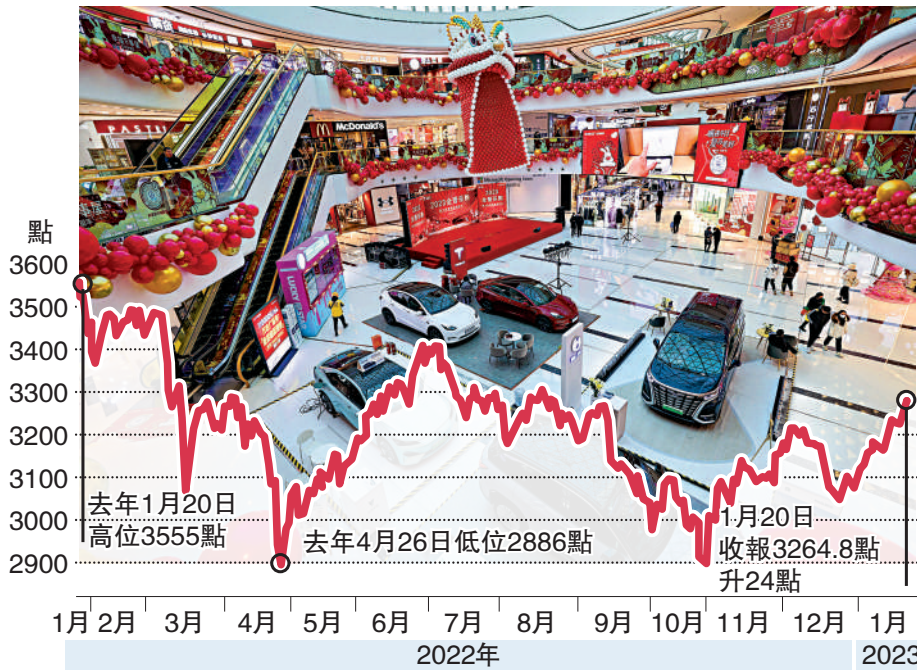
### 申萬宏源對今年中國經濟預測

指標	全年預測值
GDP	▲5%左右
出口	▲4%
進口	▲2.2%
固定資產投資	▲2.2%
房地產投資	▼4%
零售	▲7.7%左右
CPI	均價約2%
PPI	均價約-0.9%

大公報記者倪巍晨整理



### 滬綜指近一年走勢



### 衰退陰霾籠罩 美股續磨底

對於今年美股預期，申萬宏源研究所副總經理、策略首席分析師王勝指出，目前美股盈利預期尚未充分反映美國經濟潛在的衰退風險，一旦美國經濟出現加速回落，美股盈利預期便仍有調降空間。在中性情景下：美國經濟需求若逐步回落，其通脹環比壓力料能較快下行，美聯儲加息節奏料放緩，綜合美股目前估值水平判斷，市場下跌風險相對可控，「假設美國經濟出現溫和衰退，未來3至6個月美股將續震盪磨底。」

王勝表示，雖然美股「熊市」進程過半，但下半程主要取決於美國經濟衰退的深度。他分析，從歷史經驗看，每輪美國經濟衰退期，美股盈利增速往往跌入「負增長」區間，且經濟衰退的程度越深，市場跌幅也越大，「目前標普500指數2023年的

EPS（每股收益）增速預期約6%，並未完全反映美國經濟潛在的衰退風險。此外，去年以來在長端美債利率快速攀升過程中，出現了美股估值「越跌越貴」的現象，這與美國PMI（採購經理人指數）走勢出現一定背離。」王勝估計，今年出現中性情景的概率最大。即美國經濟需求將逐步回落，其通脹環比壓力料能較快下行，預計美聯儲加息節奏有望放緩，美股在當前估值下的下跌風險相對可控。

此外，悲觀情景下，今年美國將面臨持續滯脹問題，美國經濟亦可能出現「硬著陸」，屆時股市市場會面臨較大的下行壓力。樂觀情景下，隨着供給側約束的緩解，美國通脹壓力將會回落，經濟韌性得到增強，美股將迎來一定的修復空間，但這種假設的概率最低。

### 中國GDP今年料增5%

中國經濟高質量增長值得期待。申萬宏源研究所副總經理、策略首席分析師王勝表示，得益於近三年來中國供應鏈的加速升級，今年中國出口並不悲觀，加之房地產和服務消費的改善，國內供需大循環內生動力的提升格局將趨於明朗，預計今年中國GDP有望實現5%左右的增速。

王勝指出，當前海外商品消費需求降溫斜率平緩，中國面臨的外需環境尚未明顯惡化。儘管外需逐步降溫的趨勢將會延續，但在中國供應鏈加速升級和疫情防控措施持續優化背景下，今年中國出口同比增速仍有望達4%左右水平。

隨着疫情防控措施的優化，王勝認為，個稅減稅或是今年促消費的關鍵，積極擴張赤字、通過個稅減稅等方式直接改善居民收入預期、促進商品消費升級，可能是傳導效率最高的政策選項。考慮到去年低基數因素，以及疫情防控措施的優化，今年消費或「先抑後揚」，預計今年零售

同比有望迎來7.7%的增長，其中，限額以上商品零售同比預計增長7.1%。

### 預測人行年內降準150基點

至於房地產行業，王勝指出，當前房地產行業周期的需求與供給兩側明顯不同步。儘管房地產融資「三箭齊發」對保交樓、穩投資竣工的資金帶來一定的支持力度，但若缺乏地產需求的根本性轉向，年內房地產投資和竣工的改善幅度可能較為邊際。他預計，今年不含土地購置費的房地產投資同比增速或下降4%，降幅較2022年有所收窄。

在美聯儲政策緊縮最快階段已經過去，王勝相信中國的貨幣政策將「以我為主」並有望保持「中性偏鬆」格局。人行今年或降準100至150個基點，藉此投放「合理充裕」的流動性，同時置換約5000至15000億元人民幣的存量高成本中期借貸便利（MLF）。與之對應的是，年內MLF和一年期貸款市場報價利率（LPR）有望調降30至50個基點。