

【中信建投政策研究】2023 年宏观形势、政策展望与投资机遇

政策研究

核心观点

一季度各项经济指标显示国内经济复苏进程好于预期。综合分析国内外经济形势，本文做出以下分析：（1）2023 年全年 GDP 增速预计在 5.6% 左右。（2）积极的财政政策重点落在重大领域与薄弱环节以及加大对地方转移支付。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，下半年是否降准降息取决于经济复苏进程。房地产政策取向仍为“托而不举”。（3）建议关注经济复苏、高质量发展、民生三大主线及相应投资机遇。

摘要

2023 年一季度经济修复进度好于预期，第三产业成为增长主力，物价保持稳定，城镇失业率稳中有降，消费大幅回暖，投资稳步增长，房地产市场销售额增速回正，但投资仍较低迷。进出口贸易总额快速恢复，贸易顺差显著增加。工业增加值同比增长但利润有较大下降。经济目前处于修复期，企业信心向好，PMI 连续三月超过荣枯线。一季度 M2 增速快于去年同期 M2、M1 和社融增速，主要是金融信贷投放较多和资管资金回流表内。贷款形势有所分化，经营贷和短期消费贷稳步增长，中长期消费贷受购房需求下降增长低于去年同期。利率方面，整体处于稳中有降。汇率方面，人民币经历“升—降—升”的 N 字型走势，主要是随美元指数走势在合理区间内波动。A 股市场方面，整体震荡上行，但板块表现出现分化，科技股、部分周期股涨幅明显。

2023 年挑战与机遇并存。国际方面的挑战主要包括：一是俄乌冲突对全球能源、粮食、原材料的供给和供应链的平稳运行造成负面影响。二是地缘政治风险以及中美战略博弈的持续。三是全球经济存在衰退风险。国内方面的挑战主要包括：一是总需求不足。二是民营经济缺乏信心。三是地方债务风险。与此同时，今年发展也面临诸多有利机遇：一是政策顶层设计的持续发力。二是疫情政策优化后经济社会活动快速恢复。三是国际环境明显改善。四是低基数效应。2023 年形势展望，国内经济方面，全年 GDP 增速将达 5.6% 左右、物价维持在较低水平，以及就业市场保持整体稳定。A 股市场料将维持震荡趋势，板块轮动特征更加凸显。

2023 年政策展望，重点政策聚焦高质量发展、加快建设现代化产业体系、防范化解风险等议题。其中，积极财政政策主基调不变，稳健货币政持续，房地产政策取向仍为“托而不举”。

二季度及下半年潜在投资机遇，建议关注经济复苏主线下的新老基建、消费和房地产，高质量发展主线下的现代产业体系、科技创新、国企改革和一带一路，民生主线下的养老、教育和绿色产业。

胡玉玮

huyuwei@csc.com.cn

13811821478

SAC 编号:S1440522090003

研究助理：冯天泽

fengtianze@csc.com.cn

15120034020

发布日期：2023 年 05 月 01 日

相关研究报告

目录

一、一季度宏观经济金融形势	1
（一）经济	1
1、总量	1
2、需求	3
3、供给	5
（二）金融	7
1、总量	7
2、股票市场	10
3、利率市场	15
4、汇率市场	16
5、期货市场	17
二、2023 年宏观经济展望	18
（一）主要问题和挑战	18
1、国际	18
2、国内	19
（二）主要机遇	21
1、政策顶层设计指明方向	21
2、疫情政策优化后经济生活加快恢复	22
3、国际环境明显改善	22
4、基数效应	23
（三）宏观展望	24
1、经济	24
2、金融	24
三、2023 年政策展望	26
（一）宏观政策总体趋势	26
（二）财政及货币政策	27
（三）房地产政策	27
四、潜在投资机遇	28
（一）经济复苏主线	28
1、新老基建	28
2、消费复苏	29
3、房地产	30
（二）高质量发展主线	31
1、现代产业体系	31
2、科技创新	31
3、国企改革	32
4、一带一路	32
（三）民生主线	33
1、养老产业	33

2、教育产业	34
3、绿色发展	34
风险分析	36

表目录

表 1: 规模以上工业企业利润同比增速最高及最低的五个行业	6
表 2: 人民币贷款增加额：分部门和结构	8
表 3: 一季度人民币存款增加额及同比变化：分部门	9
表 4: 一季度社会融资规模增量：分类别	10
表 5: 大盘及各板块累计涨跌幅率（%）	11
表 6: 国内与全球主要股指涨跌幅对比	13
表 7: 2023 年新增上市公司融资规模：分行业	14
表 8: 利率市场重要指标变化	15
表 9: 期货市场重要指标变化	17
表 10: 党的 20 大后重要外交事件	23
表 11: 自 1984 年以来美联储历次末次加息与首次降息日期	25
表 12: 国民经济和社会发展规划新基建工作重点	29
表 13: 过去一年间中央对房地产市场相关表述	30

图目录

图 1: 一季度 GDP 总量及同比变化	1
图 2: 一季度 GDP 总量（万亿元）：分产业	1
图 3: CPI 和 PPI 同比变化	2
图 4: CPI 和 PPI 环比变化	2
图 5: 一季度 CPI 同比变化：分行业	2
图 6: 一季度 CPI 环比变化：分行业	2
图 7: 一季度 PPI 同比变化：分行业	3
图 8: 一季度 PPI 环比变化：分行业	3
图 9: 总体及 16-24 岁青年人就业情况	3
图 10: 社会消费品零售总额	3
图 11: 固定资产投资(不含农户)完成额	4
图 12: 房地产开发与销售：累计同比（%）	4
图 13: 我国一季度进出口总值快速恢复	5
图 14: 我国一季度贸易顺差同比显著增加	5
图 15: 一季度我国与主要贸易伙伴进出口总值及变化	5
图 16: 一季度我国与主要贸易伙伴进出口总值规模占比	5
图 17: 规模以上工业增加值：当月同比（%）	6
图 18: 规模以上工业企业利润：累计同比（%）	6

图 19: 制造业、建筑业以及服务业 PMI 变化.....	7
图 20: 一季度广义货币供应量 M2.....	7
图 21: 一季度人民币贷款余额及同环比.....	7
图 22: 人民币贷款余额: 贷款结构变化.....	9
图 23: 一季度人民币存款余额及同环比.....	9
图 24: 社会融资规模存量: 期末值.....	10
图 25: 各行业涨跌幅对比 (%)	12
图 26: 全球主要股票指数累计涨跌幅 (%)	13
图 27: 沪深股票日均成交金额 (亿元)	14
图 28: 人民币兑美元汇率	16
图 29: 人民币指数与美元指数.....	16
图 30: 非美货币兑美元走势	17
图 31: 一季度人民币存款余额: 住户.....	19
图 32: 居民人均可支配收入: 累计值及实际同比.....	19
图 33: 民间固定资产投资与固定资产投资增速对比.....	20
图 34: 企业景气指数	20
图 35: 地方政府一季度显性债务杠杆率.....	21
图 36: 28 个城市地铁客运量周平均值 (万人次)	22
图 37: 餐饮业社会消费品零售总额.....	22
图 38: 美国:新增非农就业人数:总计:季调 (万人)	25
图 39: 美国:当周初次申请失业金人数:季调 (人)	25
图 40: 美国: 联邦基金目标利率 (%)	26
图 41: 房地产 GDP 增速及对 GDP 增长的贡献率.....	28
图 42: 固定资产投资完成额累计同比增速 (%)	29
图 43: 基建指数涨跌幅 (%)	29
图 44: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	30
图 45: 消费者信心指数	30
图 46: 房地产销售累计同比增速 (%)	31
图 47: 居民对房价走势看法占比 (%)	31
图 48: 科技创新相关指数涨跌幅 (%)	32
图 49: 国企相关指数涨跌幅 (%)	32
图 50: 一带一路指数累计涨跌幅 (%)	33
图 51: 60 岁以上人口数量 (万人)	34
图 52: 养老产业指数涨跌幅 (%)	34
图 53: 教育指数涨跌幅 (%)	34
图 54: 绿色指数涨跌幅 (%)	34

一、一季度宏观经济金融形势

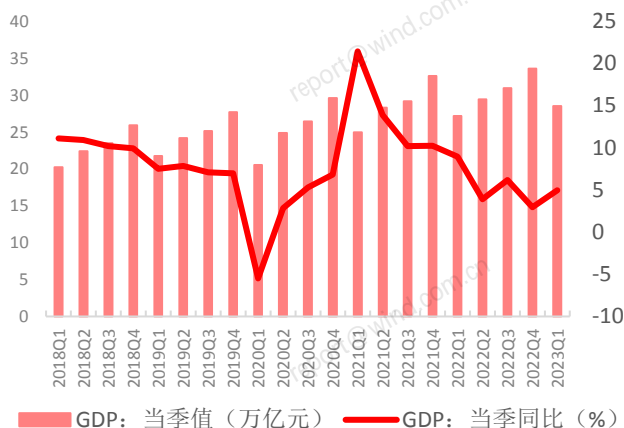
（一）经济

1、总量

（1）GDP

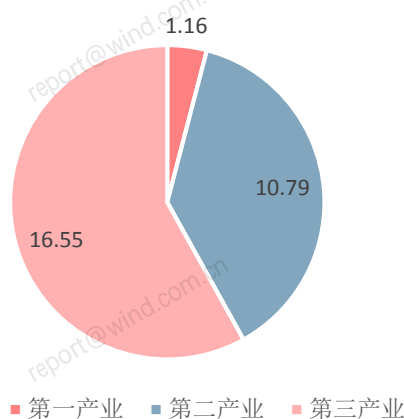
一季度 GDP 同比超预期增长。2023 年第一季度 GDP 总额为 28.5 万亿元，按现价计算同比增长 4.97%，剔除价格因素后同比增长 4.5%。同比增速比上年四季度高 1.6 个百分点，环比增长 2.2%。

图 1:一季度 GDP 总量及同比变化



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 2:一季度 GDP 总量（万亿元）：分产业



数据来源: iFinD, 中信建投证券

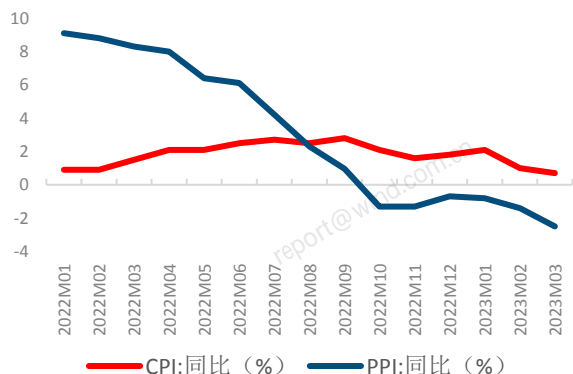
第三产业成为一季度增长主力。从产业分布来看，2023 年一季度第一、二、三产业 GDP 分别为 1.16 万亿元、10.79 万亿元、16.55 万亿元，占比分别为 4.06%、37.88%、58.06%。剔除价格因素同比分别增长 3.70%、3.30%以及 5.4%。相比去年一季度，第一和第二产业增速有所放缓，分别收窄 2.30%和 2.50%，第三产业同比增速提升 1.40%。

（2）价格：CPI、PPI

从消费端来看，2023 年一季度 CPI 同比持续下降，环比呈现“N”字型变化。2023 年 1 月份以来，我国生产活动快速恢复，同时一些积压库存也得到释放，1 月至 3 月 CPI 同比分别上涨 2.10%、1.00%以及 0.70%。受春节周期影响，1 月至 3 月 CPI 环比变化分别为 0.80%、-0.50%、-0.30%，整体呈现先上升、后下降、再回升的“N”字型变化。

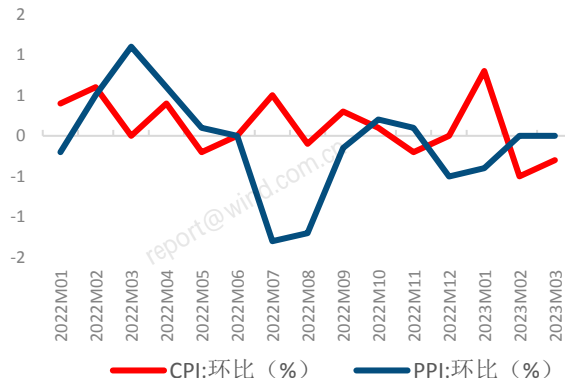
从生产端来看，2023 年一季度 PPI 同比持续下降，环比先上涨后持平。受去年同期全球能源及原材料价格的高基数影响，1 月至 3 月 PPI 同比分别下降 0.80%、1.40%、2.5%。从环比看，经济恢复效果持续显现，环比先上涨后持平，分别为-0.40%、0.00%、0.00%。

图 3:CPI 和 PPI 同比变化



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 4: CPI 和 PPI 环比变化

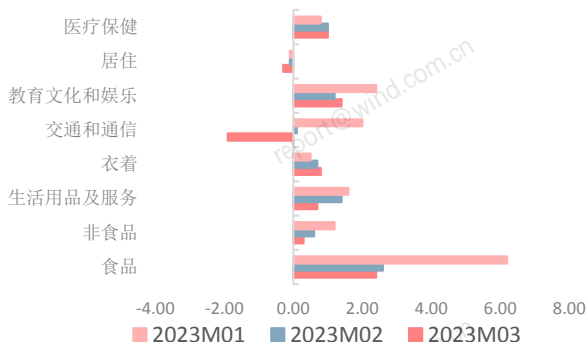


数据来源: iFinD, 中信建投证券

从消费端分行业数据来看，除居住、交通和通信外，其余行业均保持了对于去年的同比上升趋势。一季度 CPI 环比呈现下降的主要驱动因素为春节后食品价格的回落，3 月份环比上升的驱动因素为春季更衣需求以及流感高发期。此外，生活用品及服务、教育文化和娱乐、居住、交通和通信等行业环比价格呈现稳定略有下降趋势。受春季换装影响及流感高发等因素影响，衣着和医疗保健 CPI 有小幅环比上升。

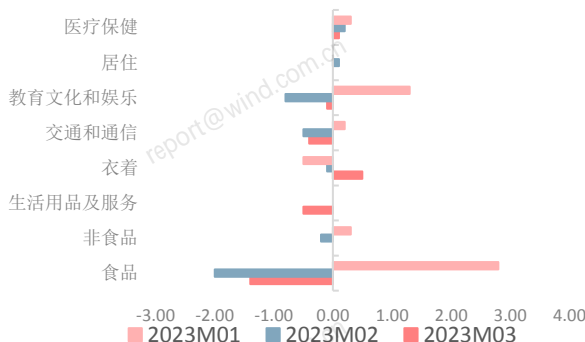
从生产端分行业数据来看，一季度生产端整体承压较大。生产资料、采掘、原料、加工等行业 PPI 都出现了较明显的同比下降。不过从环比情况来看，各行业 PPI 从 2 月份开始下降趋势开始出现扭转，一般日用品、加工、原料等行业 PPI 已经恢复上升态势。

图 5:一季度 CPI 同比变化：分行业



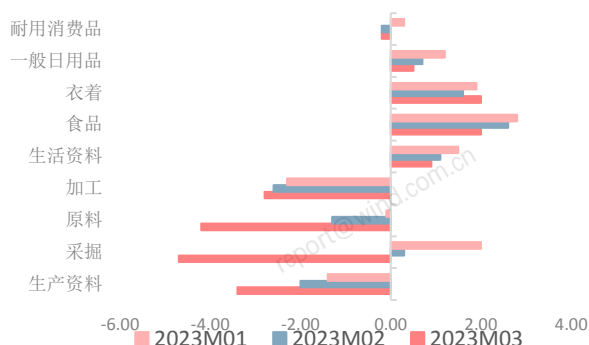
数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 6:一季度 CPI 环比变化：分行业



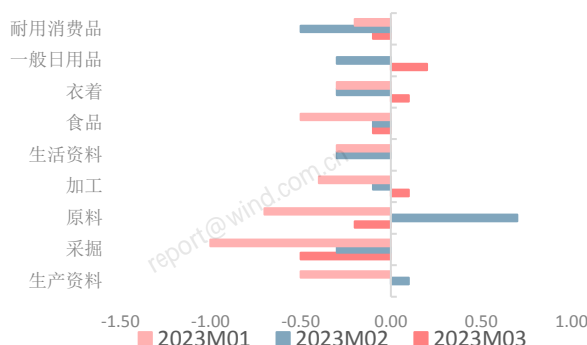
数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 7:一季度 PPI 同比变化：分行业



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 8:一季度 PPI 环比变化：分行业



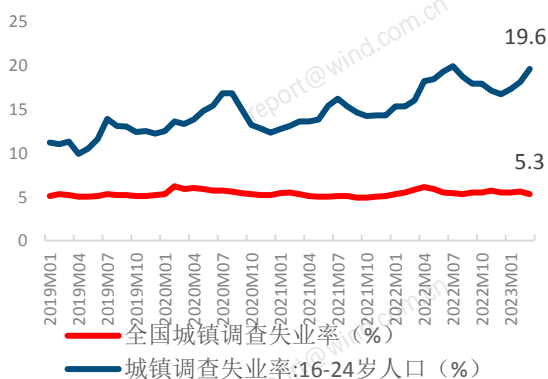
数据来源：iFinD，中信建投证券

(3) 就业

一季度全国城镇调查失业率稳中有降。从总体趋势来看，从2018年至2021年，全国城镇调查失业率总体波动较小，基本维持在5.0%左右。然而，自2022年开始，失业率逐渐略有上升，一季度全国城镇调查失业率稳中有降。

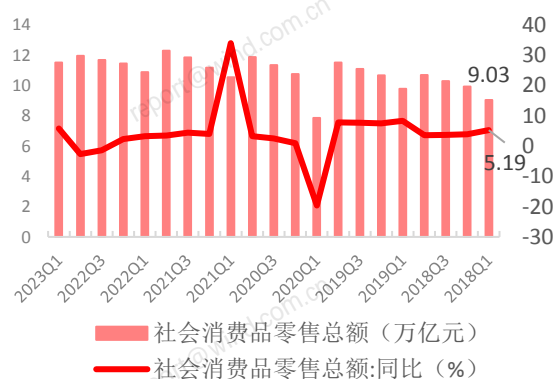
一季度16-24岁青年失业率达到2019年以来峰值。青年失业率在过去几年中一直波动较大。从2018年至2021年，16-24岁人口的失业率最高出现在2021年7月，为16.2%，最低出现在2018年5月，为9.6%。然而，2022年至2023年第一季度，16-24岁人口的失业率普遍上升，尤其是2023年3月，达到19.6%，达到2019年至今最高水平。从供给方面，2023年高校毕业生数量大幅增加，达到1158万人；从需求方面，市场信心依然处于恢复区间，企业招聘动力不足，这些原因都导致青年失业率的上升。

图 9:总体及 16-24 岁青年人就业情况



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 10:社会消费品零售总额



数据来源：iFinD，中信建投证券

2、需求

(1) 消费

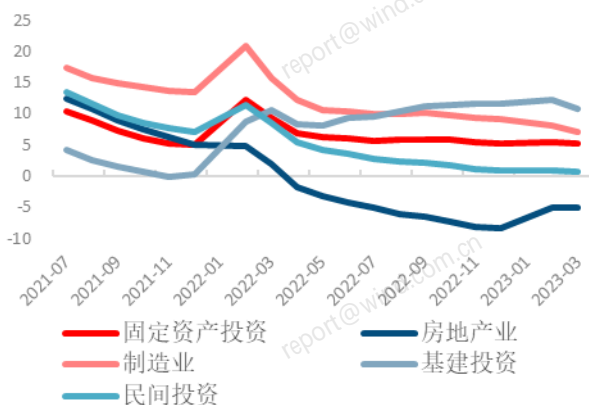
一季度消费大幅回暖。2023年一季度社会消费品零售总额为11.49万亿元，同比大幅增长5.76%，相比去

年同期增幅扩大 2.49%。同时，一季度最终消费对经济增长做出主要贡献。一季度最终消费对经济增长的贡献率达到 66.6%，比去年全年明显回升，是三大需求中拉动经济增长最主要因素。消费改善的主要驱动因素是服务性消费明显回升以及线上消费持续增长，一季度全国居民人均服务性消费支出同比名义增长 6.2%，实物商品网上零售额名义同比增长 10.21%。

(2) 投资

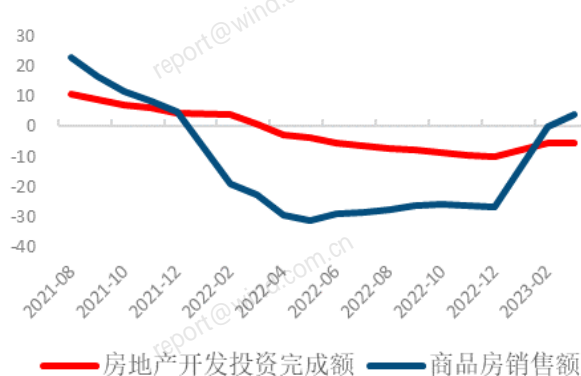
一季度固定资产投资稳步恢复增长。2023 年一季度固定资产投资（不含农户）完成额为 10.73 万亿元，同比增长 5.10%，增速与 2022 年全年保持平行。分行业来看，一季度基建投资增速最快，达到 10.82%。其次是制造业投资，增速为 7%，其中高技术制造业增长投资较快，高达 15.2%。房地产业投资仍较为低迷，同比减少 5.1%。从投资主体来看，民间投资信心仍较为薄弱，一季度民间固定资产投资额为 5.85 万元，同比增长仅为 0.60%。自 2022 年 5 月以来累计同比增长始终小于 5%，过去四个月累计同比增长全部小于 1%。

图 11: 固定资产投资(不含农户)完成额



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12: 房地产开发与销售: 累计同比 (%)



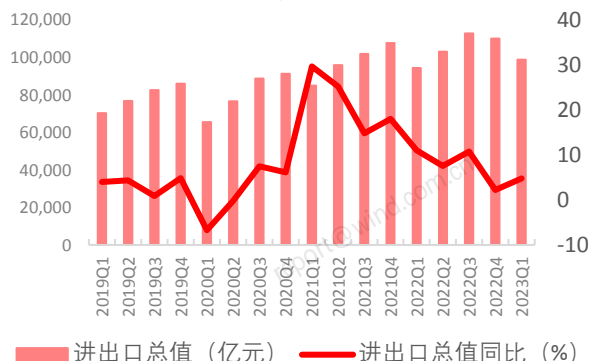
数据来源: Wind, 中信建投证券

一季度我国商品房销售额同比恢复正增长，2023 年一季度我国商品房销售金额为 3.05 万亿元，同比增长 3.00%，这是近一年的首次同比正增长。一季度我国房地产开发投资金额同比负增长，2023 年一季度我国房地产开发投资金额为 1.23 万亿元，同比下滑 7.24%，自 2021 年 9 月持续呈现同比下滑态势。

(3) 进出口

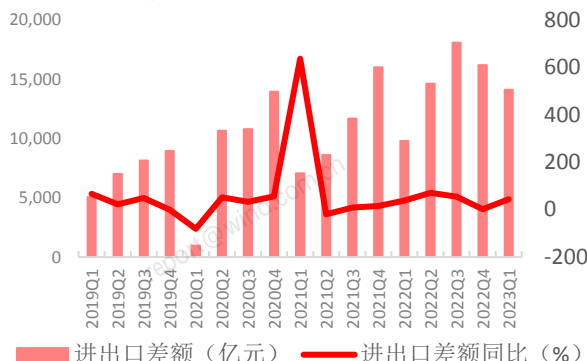
一季度我国进出口贸易总额快速恢复，贸易顺差显著增加。2023 年一季度，我国进出口贸易快速恢复。一季度货物进出口总值为 9.89 万亿元，同比增长 4.75%。一季度我国贸易顺差显著增加，进出口差额为 1.41 万亿元，同比增长 44.17%。出口的显著增加对我国进出口总值的提高做出了主要贡献。2023 年一季度，我国出口总额为 5.65 万亿元，同比增长 8.46%。进口总额为 4.24 万亿元，同比增长 0.19%。

图 13:我国一季度进出口总值快速恢复



数据来源: iFinD, 中信建投证券

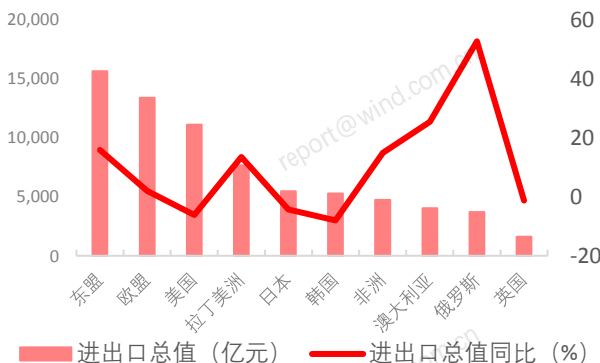
图 14:我国一季度贸易顺差同比显著增加



数据来源: iFinD, 中信建投证券

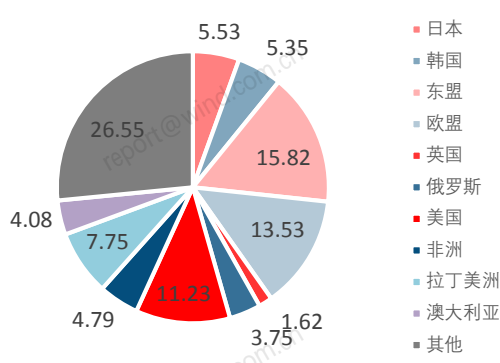
从分区域进出口数据来看，中国与主要贸易对象的进出口总值发生了较大的结构性变化。一季度我国与最大贸易伙伴东盟的进出口贸易总额为 1.56 万亿元，同比增长 15.81%，规模占比为 15.82%。我国的第二大贸易伙伴为欧盟，一季度进出口贸易总额为 13.4 万亿元，同比增长 1.91%，规模占比为 13.53%。另外，俄罗斯、澳大利亚、非洲、拉丁美洲等经济体与我国的进出口贸易总额占比同比增长较快，分别达到了 52.66%、25.36%、14.84%、13.51%，这四个经济体与我国的贸易规模占比从 2021 年一季度的 16.9% 上升到如今的 20.37%。而美国、英国、日本、韩国与我国的进出口总额出现了下降，分别下降了 6.12%、1.25%、4.28% 以及 8.02%，这四个经济体与我国的贸易规模占比从 2021 年一季度的 27.23% 下降到如今的 23.73%。一带一路战略持续推进，一季度我国对“一带一路”沿线国家进出口总额达到 3.43 万亿元，同比增长 16.8%，高于同期外贸整体增速 12 个百分点。“一带一路”沿线国家贸易额占比由 2013 年的 25% 提升到 2022 年的 32.9%。

图 15:一季度我国与主要贸易伙伴进出口总值及变化



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 16:一季度我国与主要贸易伙伴进出口总值规模占比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

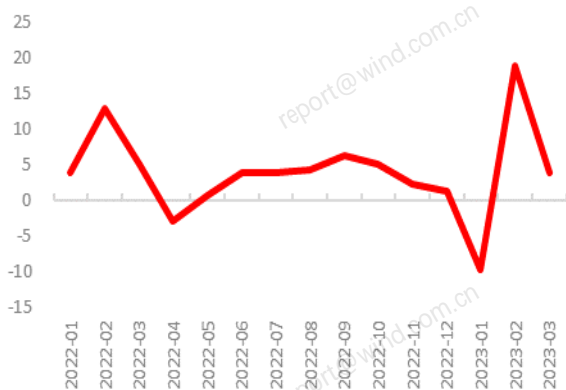
3、供给

(1) 规模以上工业增加值及利润

一季度规模以上工业增加值增速回升。2023 年一季度我国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，相比去年四季度加快 0.3 个百分点。一季度规模以上工业企业利润大幅下跌 21.4%，连续 8 个月累计同比增速为负。利

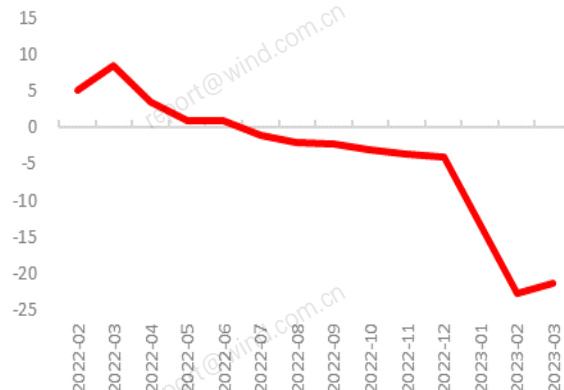
润降幅原因大致可以分为以下几点：一是去年年初工业企业利润总额基数较高。二是去年12月疫情防控政策优化至今年年初仍有惯性，工业生产仍处于修复期，市场需求也未完全恢复。三是外需不振，2023年前三月出口同比累计增速仅为0.5%。分行业看，制造业工业企业整体利润领涨，石油、矿产相关工业企业利润领跌。

图 17:规模以上工业增加值：当月同比（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 18:规模以上工业企业利润：累计同比（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

表 1:规模以上工业企业利润同比增速最高及最低的五个行业

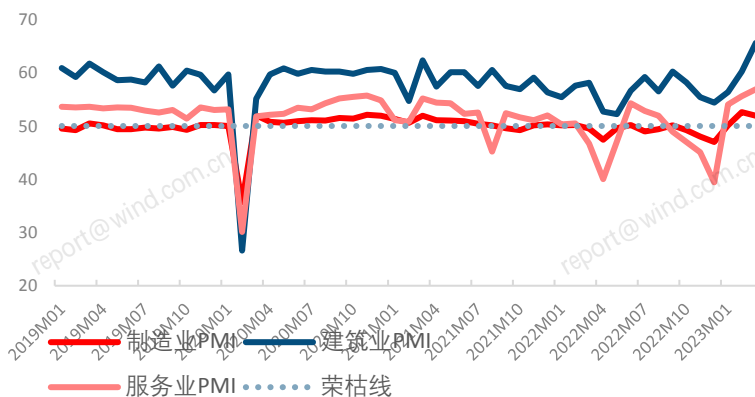
行业	利润总额（亿元）	同比增长（%）
总计	15167.4	-21.4
金属制品、机械和设备修理业	16.7	79.6
电力、热力生产和供应业	1099.4	47.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	116.9	39
电气机械和器材制造业	1122.9	27.1
有色金属矿采选业	193.9	13.8
黑色金属冶炼和压延加工业	-48.4	-111.9
其他采矿业	0	-100
石油、煤炭及其他燃料加工业	17.7	-97.1
化学纤维制造业	19.7	-70.4
废弃资源综合利用业	22.1	-62.8

资料来源：国家统计局，中信建投证券

（2）PMI

2023 年第一季度，PMI 整体表现良好，1 至 3 月 PMI 分别为 50.1、52.6 和 51.9，均超过荣枯线水平，整体上呈现出稳步复苏趋势。建筑业 PMI 在一季度表现尤为强劲，从 1 月份的 56.4 迅速攀升至 3 月份的 65.6，显示出建筑行业的繁荣和快速发展。服务业 PMI 也在一季度逐步增长，从 1 月份的 54.0 提升至 3 月份的 56.9，反映出服务行业的稳定复苏。总的来说，2023 年第一季度各个行业的 PMI 指数表现都相对乐观，显示出整体经济的向好发展趋势。

图 19:制造业、建筑业以及服务业 PMI 变化



数据来源: iFinD, 中信建投证券

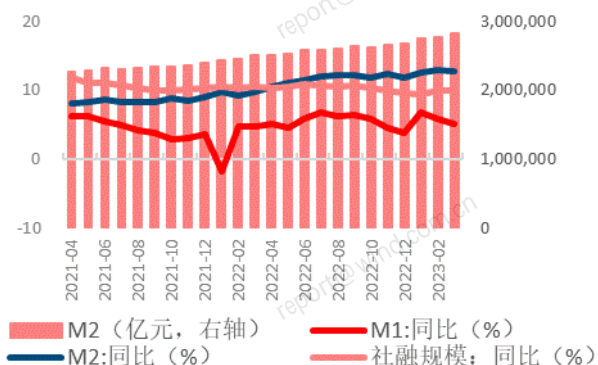
(二) 金融

1、总量

(1) 广义货币供应量 M2

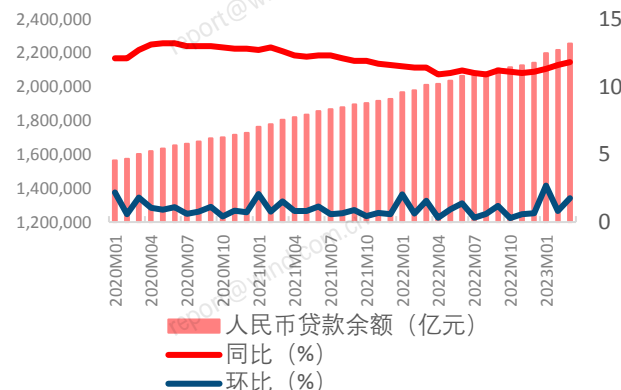
一季度 M2 整体呈现上升趋势。在 2023 年一季度，广义货币供应量 M2 平均值为 276.93 万亿元，1 至 3 月单月同比增长率保持在 12.6%至 12.9%之间，货币市场相对宽松，流动性充裕。纵向对比，相较于与 2022 年同期 M2 单月同比增长 9.8%、9.2%和 9.7%，2023 年一季度 M2 增长速度有所加快。横向对比，M1 和社会融资规模，M2 的增速更快，且差额在持续扩大。据人民银行统计司司长答记者问¹，原因有以下几点：一是一季度金融信贷投放较多，贷款、债券分别同比多增 2.27 万亿元和 4986 亿元，信贷资金形成更多派生货币。二是资管资金回流表内，推高银行资产负债表规模和 M2 增速。

图 20:一季度广义货币供应量 M2



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 21:一季度人民币贷款余额及同环比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

(2) 人民币贷款

¹ 资料来源: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4859566/index.html>.

一季度人民币贷款余额呈现稳步增长的态势。具体来看，各月份的同环比增长情况如下：2023年1月，人民币贷款余额为2,197,455亿元，同比增长11.3%，环比增长2.69%，环比增速较高，主要受益于新一年开始的信贷需求增加。2023年2月，人民币贷款余额为2,215,576亿元，同比增长11.6%，环比增长0.82%，相较于1月的环比增速有所回落，但仍保持在一个稳定的水平。2023年3月，人民币贷款余额为2,254,500亿元，同比增长11.8%，环比增长1.76%，环比增速再次提升，显示贷款需求在3月份有所上升。总体来看，2023年1季度人民币贷款余额整体呈现出稳步上升的趋势。

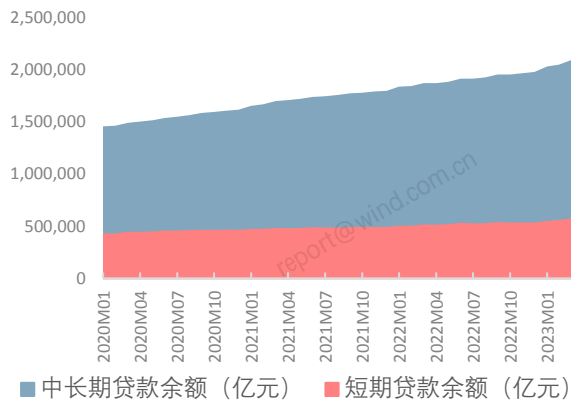
一季度人民币贷款增加额的分部门和结构变化。人民币贷款一季度人民币贷款增加10.6万亿元，同比多增2.26万亿元。分部门看，住户贷款增加1.71万亿元，其中，短期贷款增加7653亿元，中长期贷款增加9442亿元。具体来看，经营贷款与消费贷款、短期贷款与中长期贷款走势均有所分化。经营贷款同比多增5061亿元，主要是金融体系对个体工商户和小微企业的精准扶持发挥效能。消费贷款同比则少增571亿元，主要是受中长期消费贷款拖累。具体来看，短期消费贷款同比多增3690亿元，体现出疫情影响消退后居民报复性消费需求高涨。2月消费者信心指数为94.7，较去年12月提高6.4。长期消费贷款受居民购房需求尚未完全修复的影响，同比减少4261亿元，是居民消费贷款同比少增的来源。企（事）业单位贷款增加8.99万亿元，同比多增1.91万亿元，占全部贷款增量的84.8%。其中，短期贷款增加3.17万亿元，中长期贷款增加6.68万亿元，票据融资减少9803亿元，中长期贷款增长说明市场主体预期和信心在持续修复。人民银行的调查问卷也支持这一观点，一季度贷款总体需求指数是78.4%，比2022年四季度提高18.9个百分点。非银行业金融机构贷款减少791亿元。从贷款结构拆分来看，在2023年1季度，人民币贷款余额同比增长11.80%，环比增长1.76%。其中短期贷款余额同比增长4.27%，环比增长4.25%（从1月至3月）；中长期贷款同比增长12.39%，环比增长2.67%。中长期贷款余额增长速度高于短期贷款，短期贷款余额的同比和环比增长都较低，而中长期贷款余额的同比和环比增长较高。

表 2:人民币贷款增加额：分部门和结构

部门	结构	一季度增加额（亿元）	同比变化（亿元）
总量		106,000	22,600
	短期贷款及票据融资	29,550	-2,720
	中长期贷款	76,242	26,042
住户		17,100	4,500
	短期贷款	7,653	5,710
	中长期贷款	9,442	-1,258
企(事)业单位		89,900	19,100
	短期贷款	31,700	9,400
	中长期贷款	66,800	27,300
	票据融资	-9,803	-17,830
非银行业金融机构		-791	-710

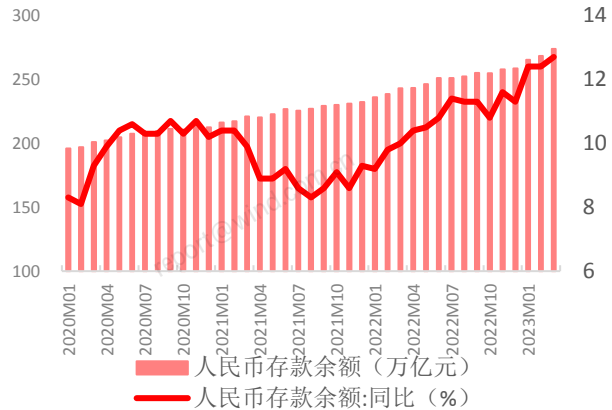
资料来源：iFinD，中信建投证券

图 22:人民币贷款余额：贷款结构变化



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 23:一季度人民币存款余额及同环比



数据来源：iFinD，中信建投证券

（3）人民币存款

一季度人民币存款余额总量继续呈现增长态势。2023年3月末人民币存款余额总量为273.91万亿元，同比增长12.70%，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和2.7个百分点，环比增长2.1%。自2022年3月至今，人民币存款余额始终以超过10%的速度快速同比增长。2023年一季度人民币存款余额总量增加值为15.41万亿元，同比多增4.56万亿元。一季度人民币存款的增加值中，住户存款增加9.9万亿元，非金融企业存款增加3.18万亿元，财政性存款增加2974亿元，非银行业金融机构存款增加7987亿元。

表 3:一季度人民币存款增加额及同比变化：分部门

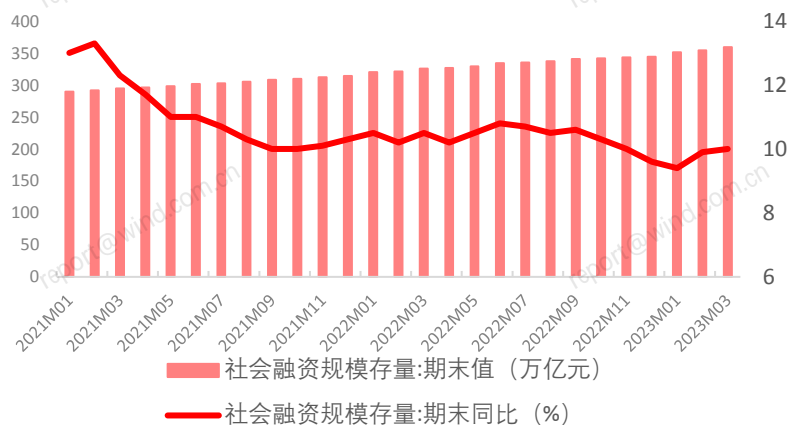
部门	一季度增加额（亿元）	同比变化（亿元）
住户	99000	20800
非金融性企业	31800	17900
财政	2974	-452
非银行业金融机构	7987	2243

资料来源：iFinD，中信建投证券

（4）社会融资情况

一季度我国社会融资规模存量逐月上升，相较去年同期增速有所放缓。从2023年1月到3月，社会融资规模存量分别为350.93万亿元、353.97万亿元和359.02万亿元，呈逐月上升趋势；同比增长率分别为9.4%、9.9%和10.0%，相较于2022年同期（10.5%、10.2%和10.5%）有所下降。社会融资规模在2023年第一季度虽然仍在增长，但增速有所放缓。

图 24:社会融资规模存量：期末值



数据来源：iFinD，中信建投证券

一季度社会融资规模增量较 2022 年同期有显著增长,社融增长的主要驱动因素为人民币贷款和未贴现银行承兑汇票的增加。从增量数据来看,2023 年第一季度社会融资规模增量 14.53 万亿元,比上年同期多 2.47 万亿元。人民币贷款增加 10.7 万亿元,同比多增 2.36 万亿元;外币贷款折合人民币增加 606 亿元,同比少增 1144 亿元;委托贷款增加 681 亿元,同比多增 221 亿元;信托贷款减少 41 亿元,同比少减 1649 亿元;未贴现的银行承兑汇票增加 4683 亿元,同比多增 3892 亿元;企业债券净融资 8480 亿元,同比少 4718 亿元;政府债券净融资 1.83 万亿元,同比多 2478 亿元;非金融企业境内股票融资 2149 亿元,同比少 833 亿元。

表 4:一季度社会融资规模增量：分类别

类别	一季社会融资 规模增量（亿元）	增量同比增加（亿元）
人民币贷款	107,000	23,637
外币贷款	606	-1,144
委托贷款	681	221
信托贷款	-41	1,649
未贴现银行承兑汇票	4,683	3,891
非金融企业境内股票融资	2,149	-833
企业债券	8,480	-4718
政府债券	18,300	2478

资料来源：iFinD，中信建投证券

2、股票市场

(1) 大盘及各板块涨跌幅

科创板的累计涨跌幅率最高，创业板和上证主板的累计涨幅接近，深证主板的表现相对一般。截至 2023 年 4 月 26 日，上证指数和深证成指的累计涨幅分别为 5.66% 和 1.54%，沪深 300 的累计涨幅为 2.26%，创业板

综指数累计涨幅为 4.29%，科创 50 指数累计涨幅达到 11.37%。

表 5: 大盘及各板块累计涨跌幅率 (%)

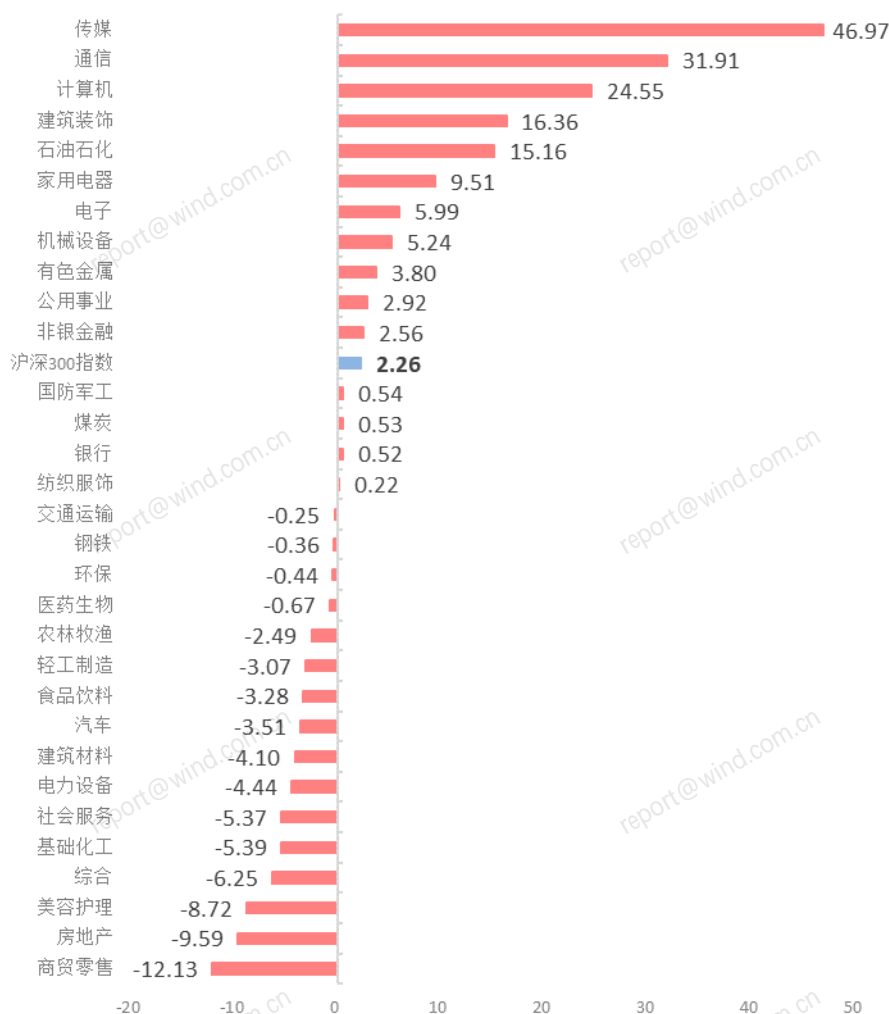
市场板块	股票指数	收盘价	累计涨跌幅 (%)	
		2023/4/26	一季度	年初以来
主板	上证指数	3264.10	5.02	5.66
	深证成指	2801.94	5.48	1.54
	沪深 300	3959.23	4.19	2.26
创业板	创业板综	2801.94	7.17	4.29
科创板	科创 50	1069.01	10.37	11.37

资料来源: iFinD, 中信建投证券

(2) 各行业涨跌幅对比

各行业在今年市场中表现出明显的两极分化，科技相关行业和部分周期性行业的投资吸引力较强。截至 4 月 26 日，传媒、通信和计算机行业累计涨幅最大，分别为 46.97%、31.91% 和 24.55%。商贸零售行业累计跌幅最大，累计下跌 12.13%；房地产和美容护理也出现了较大跌幅，分别为 9.59% 和 8.72%。传统行业在今年的市场中表现相对较弱。相反，科技相关行业成为市场的领涨板块，展现出较强的投资吸引力。这也反映了市场对新兴科技行业前景的乐观预期。此外，部分周期性行业在今年市场中表现亦可圈可点。例如，石油石化累计涨幅为 15.16%。

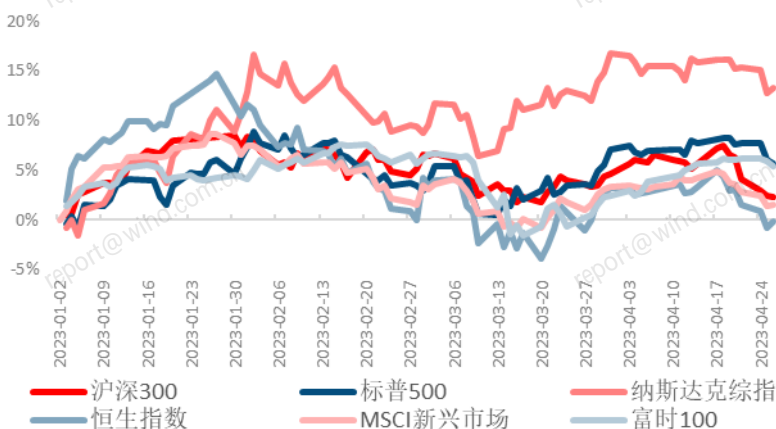
图 25:各行业涨跌幅对比 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

(3) 国内与全球主要股指涨跌幅对比

图 26:全球主要股票指数累计涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

2023 年年初以来全球股市表现出“增加一下降一回升”的“N”字型走势。中国股市累计涨跌幅居中，沪深 300 指数一季度累计涨幅为 4.19%，年初以来累计涨幅为 2.26%。中国香港股市表现不佳，一季度累计涨跌幅 1.26%，年初以来累计下跌 0.12%。美国市场表现亮眼，纳斯达克综合指数涨幅最大，一季度累计涨幅达 17.67%，年初以来累计涨幅为 12.73%。标普 500 指数也有较好表现，一季度累计涨幅为 7.46%，年初以来累计涨幅为 6.05%。亚洲市场中，日本的日经 225 指数表现突出，一季度累计涨幅为 9.04%，年初以来累计涨幅为 8.90%。英国股市二季度向好，富时 100 指数一季度累计涨幅为 1.03%，年初以来累计涨幅为 5.90%。新兴市场表现相对普通，MSCI 新兴市场一季度累计涨幅为 2.90%，年初以来累计涨幅为 0.96%。

表 6:国内与全球主要股指涨跌幅对比

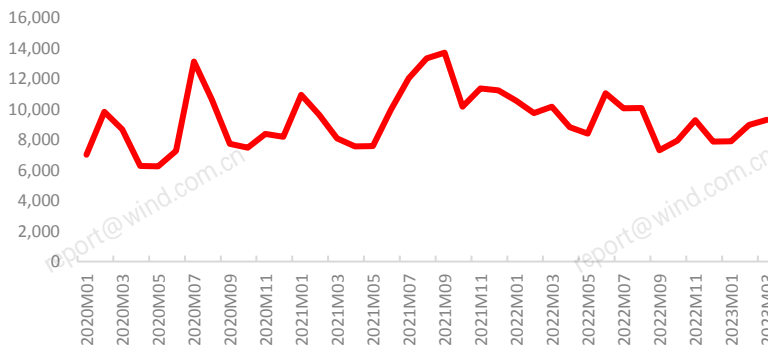
地区	股票指数	收盘价	累计涨跌幅	
		2023/4/26	一季度	年初以来
中国	沪深 300	3959.23	4.19	2.26
中国香港	恒生指数	19757.27	1.26	-0.12
美国	标普 500	4055.99	7.46	6.05
	纳斯达克综指	11854.35	17.67	12.73
英国	富时 100	7852.64	1.03	5.90
日本	日经 225	28,416.47	9.04	8.90
新兴市场	MSCI 新兴市场	1003.78	2.90	0.96

资料来源: iFinD, 中信建投证券

(4) 沪深股票日均成交额

2023 年一季度沪深市场日均成交金额同比下滑，环比上升。2023 年 1-3 月我国沪深股票日均成交金额分别为 7901 亿元、8795 亿元以及 9299 亿元，同比分别下降 25.2%、7.9%以及 8.5%，同比下滑的主要原因为去年同期基数较大。环比依次上涨 0.3%，13.6%以及 3.6%，市场活跃度环比增加。

图 27:沪深股票日均成交额（亿元）



数据来源: iFinD, 中信建投证券

(6) 上市公司数量和融资规模

股票发行注册制的实行极大增加了上市公司数量，高技术制造业行业公司上市数量显著增加。截至 2023 年 4 月 26 日，我国境内共有上市公司 5164 家，其中 2023 年年初至今新增 103 家，相比去年同期减少 13 家。从上市交易所拆分来看，上交所、深交所、北交所分别上市 38 家、36 家、29 家上市公司。从上市板块来看，沪深主板 33 家、科创板 18 家、创业板 23 家、北证板块 29 家。从所属行业看，上市数量最多的行业为计算机、通信和其他电子设备制造业，共计 17 家。此外，化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业、医药制造业、电子机械和器材制造业、汽车制造业、软件和信息技术服务业、通用设备制造业的新上市公司超过 5 家。总的来说，高技术制造业行业公司上市数量显著增加。

新上市公司首发募集资金同比下降，北交所上市公司首次募集资金数量远小于上交所和深交所，科创板首发募集资金数量最多。新上市公司的首发募集资金平均值为 10.99 亿元，相比去年同期平均值下降 25.70%，超过全部上市公司平均水平 17.75%。从上市交易所拆分来看，上交所、深交所、北交所平均首发募集资金分别为 14.69 亿元、14.65 亿元、1.73 亿元。

从上市板块来看，沪深主板、创业板、科创板、北证板块平均首发募集资金分别为 13.84 亿元、16.26 亿元、14.91 亿元以及 1.73 亿元。科创板首发募集资金数量最多。从所属行业看，平均首发募集资金最多的是煤炭行业，为 57.29 亿元，其次是商贸零售和非银金融行业，分别为 32.98 亿元和 26.75 亿元，但这三个行业新上市公司数量较少。上市数量大于 5 家且平均募集金额较多的是计算机行业 17.73 亿元、电子行业 13.87 亿元以及机械设备行业 10.05 亿元。

表 7:2023 年新增上市公司融资规模：分行业

行业	平均首发募集资金（亿元）	数量
煤炭	57.29	2
商贸零售	32.98	1
非银金融	26.75	1
计算机	17.73	5
交通运输	15.38	1



电子	13.87	10
国防军工	13.27	2
电力设备	11.74	8
机械设备	10.05	16
汽车	9.66	9
美容护理	8.90	1
钢铁	8.76	1
医药生物	7.94	7
基础化工	7.43	11
建筑装饰	7.04	4
轻工制造	7.04	1
有色金属	6.69	2
纺织服饰	5.20	1
建筑材料	5.12	2
通信	4.71	3
环保	4.65	4
农林牧渔	2.37	3

资料来源：iFinD，中信建投证券

3、利率市场

一季度以来，人民银行推动政策利率稳中有降，公开市场操作利率累计下行 20bp，一年期和五年期以上 LPR 利率分别下行 15 和 35 个 bp。此外，3 月 27 日金融机构存款准备金率下调 0.25%（不含已经执行 5% 存款准备金率的金融机构），下调后金融机构平均存款准备金率约为 7.6%。降准进一步降低信贷机构融资成本，推动利率下行。部分重点领域的利率政策落地也取得成效，例如 1 月 5 日发布的首套房贷利率政策动态调整机制，允许新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限，截至 4 月 20 日分别有 83 个城市阶段性下调利率下限，12 个城市取消利率下限。据人民银行介绍²，3 月份新发放的企业贷款加权平均利率为 3.96%，比上年同期低 29 个基点；新发放的普惠小微企业贷款利率为 4.42%，比上月和上年同期分别低 11 和 41 个基点；新发放个人住房贷款利率 4.14%，同比下降了 135bp。资金利率走势分化，DR007、R007 收益率双双上行破 2，主要是由于减小货币超额续作总量，逆回购投放地量操作，部分结构性工具将有序退出，叠加 4 月税期银行资金需求较大，导致市场资金面有所收紧。3 月 SHIBOR、5 年 FR007、10 年期国债、10 年期国开债收益率波动相对有限。5 年期中短期票据和城投债收益率明显下行。

表 8:利率市场重要指标变化

指标类别	指标名称	收益率（%）	收益率变化（bp）	
		2023/4/26	一季度	年初以来
回购	DR007	2.0551	74.29	41.03
	R007	2.3964	171.74	40.57

² 资料来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4859566/index.html>.

拆借	SHIBOR: 3 月	2.4300	3.3	1.5
互换	利率互换 FR007:5 年	2.8108	6.34	4.57
债券	中债国债到期收益率:10 年	2.8058	3	-1.7
	中债国债开债到期收益率:10 年	2.9852	5.57	1.94
	中债中短期票据到期收益率(AAA):5 年	3.2173	-20.35	-28.7
	中债城投债到期收益率(AAA):5 年	3.2495	-18.08	-23.52
	美国:国债收益率:2 年	3.9000	-34	-50
	美国:国债收益率:10 年	3.4300	-31	-36
	英国:国债收益率:10 年 ³	3.5200	-24.55	-1.37
	德国:国债收益率:10 年	2.3300	2	-1

资料来源: Wind, 中信建投证券

4、汇率市场

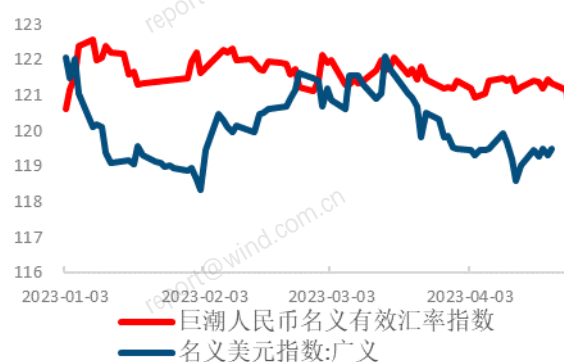
汇率方面，今年以来人民币汇率经历“升—降—升”的 N 字型走势，1 月份兑美元汇率在半月内由 6.9 左右飙升至 6.7 左右，随后逐步回调，至 2 月底达到 6.95 左右的低点，此后稳定在 6.85-6.95 区间内波动震荡。从汇率指数来看，人民币汇率指数整体保持稳定，年初至今区间极差仅为 1.93 点，人民币汇率波动主要受美元指数涨跌影响，对比图 31 和图 32 不难发现，人民币币值与美元指数呈高度负相关。

图 28:人民币兑美元汇率



数据来源: Wind, 中信建投

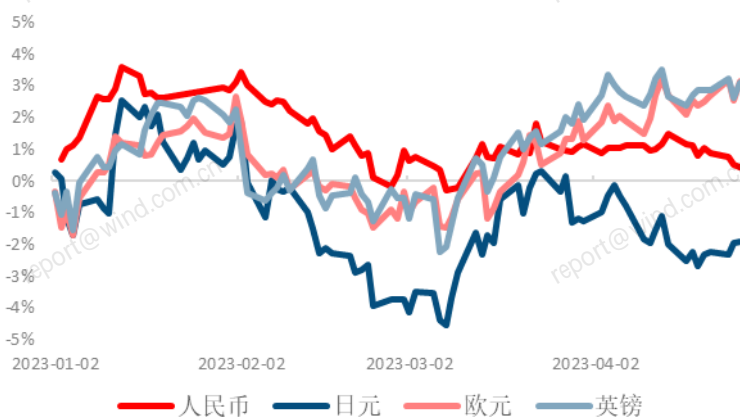
图 29:人民币指数与美元指数



数据来源: Wind, 中信建投

³ 截至 2023 年 4 月 24 日

图 30:非美货币兑美元走势



数据来源: Wind, 中信建投

5、期货市场

今年以来，国际期货市场呈现出原材料价格下行的趋势。除铜和锡价格有小幅上涨以外，原油、铅、锌、镍、螺纹钢、铁矿石均有较大幅度下跌。粮食市场也遇冷，大豆、小麦、玉米、豆粕价格均有所下降。贵金属方面，黄金、白银、铂均价格走强。

表 9:期货市场重要指标变化

指标类别	指标名称	收盘价	累计涨跌幅（%）	
		2023/4/26	一季度	年初以来
原油	WTI 原油	74.3	-5.57	-7.43%
	BRENT 原油	77.69	-7.05	-9.57%
原材料	LME 铜	8579	7.40	2.29%
	LME 铝	2339.5	1.19	-0.89%
	LME 铅	2123	-8.09	-9.08%
	LME 锌	2614.5	-2.02	-13.57%
	LME 锡	25610	4.10	3.27%
	LME 镍	23650	-21.04	-22.27%
	SHFE 螺纹钢	3702	1.36	-9.42%
	DCE 铁矿石	709.5	5.10	-17.02%
贵金属	COMEX 黄金	1996	8.57	9.30%
	COMEX 迷你白银	25.071	0.23	4.29%
	NYMEX 铂	1106	-7.89	2.13%
粮食	CBOT 大豆	1414.75	-1.26	-7.17%
	CBOT 小麦	642	-12.52	-18.94%
	CBOT 玉米	601	-2.95	-11.42%
	CBOT 豆粕	427.4	-1.40	-9.26%

资料来源：iFinD，中信建投证券

二、2023 年宏观经济展望

（一）主要问题和挑战

1、国际

（1）俄乌冲突

从短期来看，俄乌冲突的持续或进一步恶化会对全球能源、粮食、原材料的供给和供应链的平稳运行造成负面影响。**能源方面**，俄罗斯是全球油气能源供应的重要来源，在国际能源市场占有举足轻重的地位。俄罗斯天然气的主要买家是欧洲国家，2021 年俄罗斯石油占欧洲进口总量的 29%，俄罗斯天然气占欧洲进口总量的 38%，俄罗斯煤炭占欧洲煤炭进口的 46%。随着俄罗斯被欧美国家制裁，全球尤其是欧洲的能源供给受到较为巨大的冲击，即使欧洲寻找到了替代卖家，高昂的成本也使得欧洲通胀高企。**粮食方面**，俄罗斯每年大约生产 8000 万吨小麦，占全球产量的 10%，出口位居世界第一。乌克兰小麦产量约为 3300 万吨，其玉米、大麦出口占全世界 15% 以上，小麦出口占全世界 10% 左右，葵花籽产量世界第一。军事冲突导致粮食航运受阻，大量粮食挤压港口无法运出，曾导致了全球粮食危机。**原材料方面**，有色金属方面，俄罗斯钯金产量约占全球产量的 40%，铂金产量约占全球产量的 10%，铝产量约占全球产量的 5%，同时俄罗斯还是全球最大的镍生产国。乌克兰供应全球将近 70% 的高纯氖气、40% 的氮气和 30% 的氙气，美国半导体芯片制造业所用的氖气和钯几乎完全从俄罗斯和乌克兰进口。俄乌冲突导致全球原材料供给出现短缺，对全球制造业产生了较大冲击。**供应链方面**，俄乌冲突不仅切断经乌克兰的黑海海运航线，也导致经过乌克兰、俄罗斯的航空和陆路运输大部分被叫停，跨国物流公司不得不选择更长的中东航线作为替代，不仅造成大量货物运输堵塞和物流中断，也进一步推高了运输成本。

从中长期来看，俄乌冲突对于全球供应链格局的重构和全球金融格局的剧变已经产生了深刻影响：**一是全球供应链重构**，2018 年以来，受多种因素影响，全球化背景下形成的各国高度相互依赖的产业链供应链暴露出其脆弱性和风险性。全球供应链的构建逻辑从以往的基于赫克歇尔-俄林原则转向安全与成本效益兼顾的原则。为了保证经营的安全，很多企业愿意牺牲部分效益。而俄乌冲突极大地加速了这一过程。**二是全球金融格局剧变**，俄乌冲突中美国对俄罗斯的各种金融制裁措施，包括冻结俄央行海外资产、将俄主要银行踢出环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）、限制对俄罗斯金融机构及其他行业龙头企业的融资、大幅抛售俄金融资产、调降俄罗斯主权信用评级至垃圾级、禁止俄政府通过美国银行账户偿还美元债务等。这些措施令许多国家尤其是持有大量美元的资源国对自身安全产生了极大的担忧，对美元的世界对储备资产地位产生了怀疑，“去美元中心化”逐渐成为潮流。人民币作为一种替代性的货币被越来越多的国家所接受和使用，而美国会对这种动摇美元霸权根基的潮流做出何种反应值得警惕。

（2）中美关系

当前美国面临着严重的内部矛盾，两党政治撕裂愈演愈烈、经济衰退和通胀压力进退维谷、中东大和解以及人民币贸易本币结算的范围进一步扩大动摇了美国基于美元霸权的根基。在这些背景下，美国政府存在进一步将国内矛盾向我国进行转移的可能性，主要手段有军事、外交、经济、科技、舆论等。

在军事层面，近期美国不断炒作台湾问题和南海问题，派遣军舰穿越台湾海峡以及联合菲律宾等国在南海

展开军事演习行动。未来不排除美国进一步在台海和南海加强军事行动的情况。在外交层面，美国在“一带一路”沿线国家和地区不断进行战略制衡，以遏制我国“一带一路”倡议的建设，挤压中国的国际政治空间，甚至尝试将中国“踢出”当前全球产业链。在经济和科技层面，美国采取了一系列的措施，试图在经济和科技层面对中国进行打压和遏制，甚至不惜牺牲自身的利益和信誉。主要有以下手段：一是与中国发起贸易战；二是科技封锁；三是人才打压。在舆论层面，美国持续不断对我国发起舆论战和认知战。从环境、人权等角度，在全球对我国进行抹黑和诋毁。2021年美国国会通过的《2021年战略竞争法案》中明确要求美国加大对华舆论战力度，授权美国政府于2022—2026财年每年拨款3亿美元，作为“对抗中国影响力基金”，并要求国务卿任命一位助理国务卿级别以上官员负责政策指导、协调与经费动用等统筹工作。

(3) 全球经济衰退

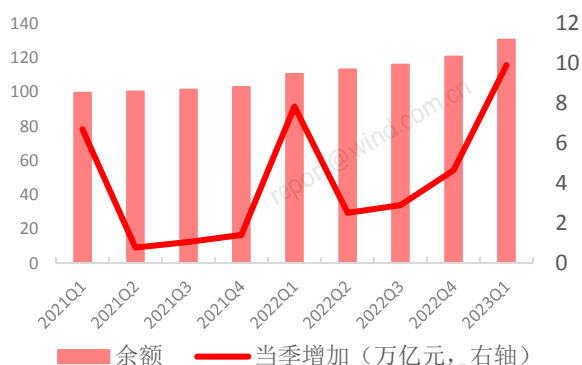
美国持续加息可能会导致全球经济进入深度衰退。美国在经历3月份的新一轮加息25个基点后，通胀水平的下降速度虽然达到了预期，但依然具有顽固性。预计5月的议息会议仍有可能加息25bp。美国利率水平长期居于高位已经导致了金融机构风险的发生，美国硅谷银行、签名银行，瑞士信贷等大型银行已经破产，如果继续维持高利率会导致进一步欧美银行体系系统性风险。此外，部分新兴市场经济体也可能在美元不断升值的背景下爆发汇率危机和债务危机。美元的不断升值将会进一步加剧新兴市场经济体的本币贬值、美元资本外流以及输入性通胀等多重问题。金融环境的收紧也会加剧政府和私人部门的融资压力，对于一些原本经济就很脆弱的新兴国家很可能会导致严重危机，连带全球陷入深度衰退，外需的不足也会进一步对我国出口形成压力。

2、国内

(1) 总需求不足

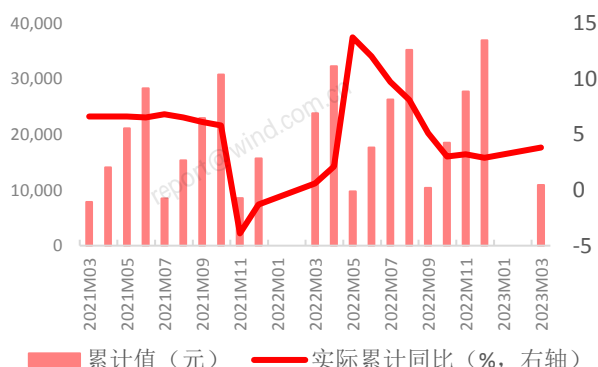
我国当前扩大内需面临的主要问题是消费者信心不足以及收入差距扩大。根据央行一季度金融数据显示，我国住户部门人民币存款增加9.89万亿元，同比多增2.07万亿元。其中，3月份，住户部门人民币存款增加2.91万亿元，同比多增0.21万亿元。与不断增加的储蓄存款形成对比的是，我国CPI和PPI持续保持低迷，一季度同比分别为0.7%和-2.5%，这说明当前消费者信心依然不足。影响总需求的另一个原因是收入差距扩大。具体体现在城乡收入差距、区域收入差距扩大以及中低收入群体收入增长缓慢等方面。从居民人均可支配收入来看，2023年一季度我国居民人均可支配收入为10870元，实际同比增长3.8%。2021年以来，我国居民人均可支配收入同比增速出现了波动下降，从2021年3-9月的6%以上下降至2022年10月以来的不足4%。

图 31:一季度人民币存款余额：住户



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 32:居民人均可支配收入：累计值及实际同比

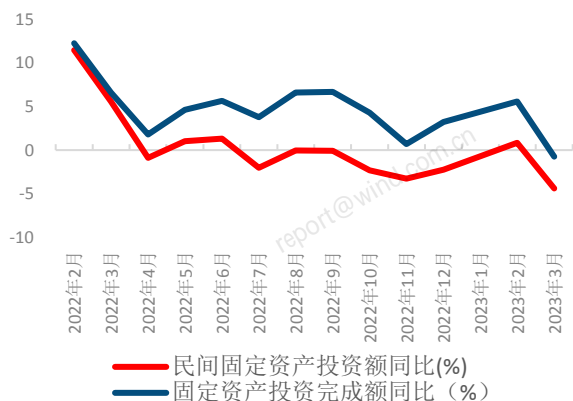


数据来源：iFinD，中信建投证券

(2) 民营经济信心依然不足

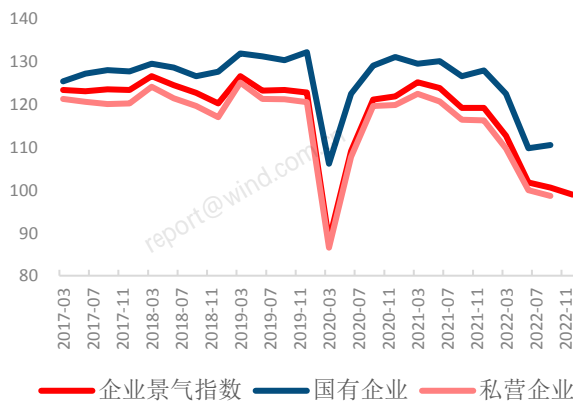
我国当前民营企业信心仍处于恢复。民营经济是我国经济的重要组成部分，也是推动高质量发展的生力军。虽然近期我国中央及各地方政府密集出台大量改善营商环境、加大支持力度的相关政策，但民营经济信心仍处于恢复期间，稍显不足。2022年7月至今，相比于固定资产投资（不含农户）完成额增速，民间固定资产投资同比增速平均要少5个百分点左右，说明民间企业投资扩产的意愿和信心不足。企业景气指数也能支持这一观点，2022年三季度民营企业景气度指数仅录得98.6，仅高于次贷危机和新冠首次爆发期间，低于国有企业11.9。

图 33: 民间固定资产投资与固定资产投资增速对比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 34: 企业景气指数



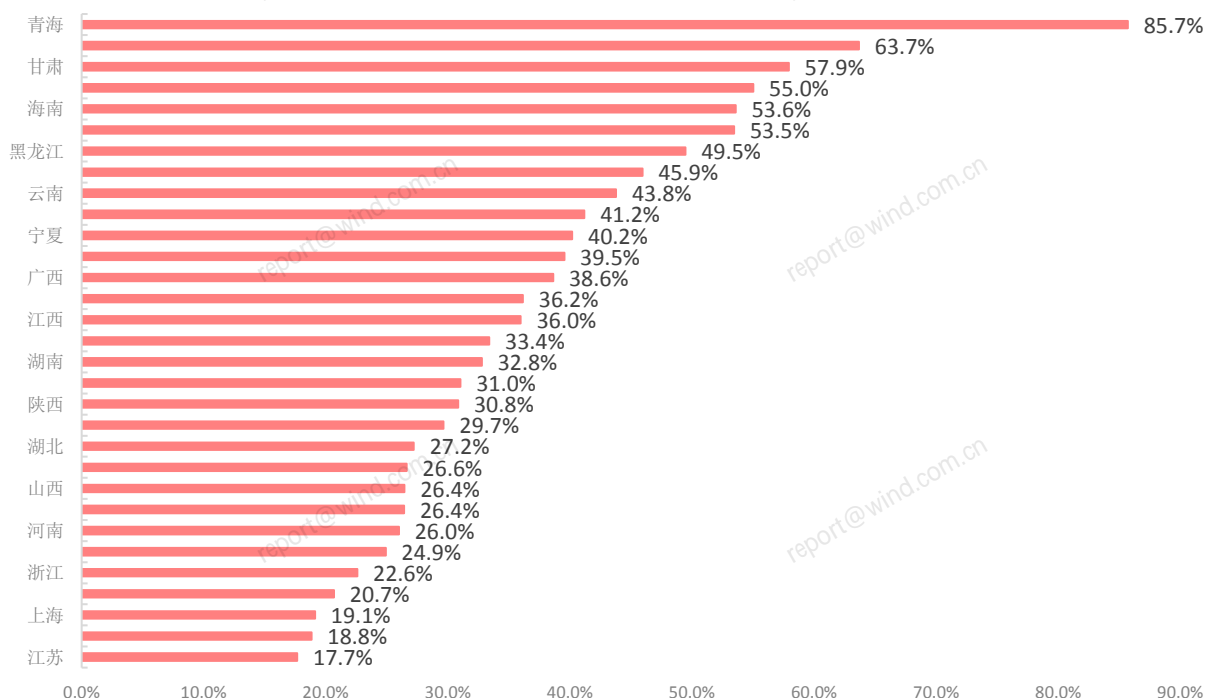
数据来源: Wind, 中信建投

(3) 地方债务风险

我国地方政府显性杠杆率较为良好，青海贵州两省超越60%警戒线。从地方政府一季度显性债务杠杆率来看，经过多年的去杠杆，绝大部分地方政府的显性杠杆率压降到警戒值60%以下，中位数为四川省的33.4%。显性杠杆率高于60%警戒值的省份仅有两个，分别为贵州的63.7%和青海的85.7%。此外还有甘肃省和吉林省的显性杠杆率接近60%警戒线。

我国地方政府隐性债务亟待进一步压减和化解。隐性债务指地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务，主要包含各省城投债。我国地方政府隐性债务数量较大，来源复杂，难以进行精准测算。随着房地产市场的降温，地方隐性债务风险极大提高。2018年，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》对化解地方隐性债务问题进行指导。2023年各地政府工作报告同样将防范化解隐性债务列为重点工作任务。

图 35:地方政府一季度显性债务杠杆率



数据来源: iFinD, 中信建投证券

(二) 主要机遇

1、政策顶层设计指明方向

关键政策顶层设计为今年我国在复杂国际局势背景下的经济复苏和高质量发展指明方向。

(1) 党的二十大报告

二十大报告为未来五年的高质量发展制定了战略方向。做出了以下几点战略部署: 1) 着力构建新发展格局。2) 着力提高全要素生产率。3) 着力提升产业链供应链韧性和安全水平。4) 着力推进城乡融合发展和区域协调发展。5) 着力构建高水平社会主义市场经济体制。6) 着力推进高水平对外开放。7) 着力推动绿色低碳发展。8) 着力提高人民生活品质。

(2) 2022 年中央经济工作会议

对于如何实现上述目标做出了更为具体的部署。会议对 2023 年的各项政策实施进行了安排, 积极的财政政策要加力提效、稳健的货币政策要精准有力、产业政策要发展和安全并举、科技政策要聚焦自立自强、社会政策要兜牢民生底线。会议同时指出了今年的经济工作重点, 一是着力扩大国内需求、二是加快建设现代化产业体系、三是切实落实“两个毫不动摇”、四是更大力度吸引和利用外资、五是有效防范化解重大经济金融风险。

(3) 2023 年地方两会

根据二十大报告和中央经济工作会议的精神, 制定了以恢复扩大消费、重视发展质量的增长目标的综合评

价指标。从地方两会提出的重点工作任务来看，2023 年各地普遍以产业体系升级转型、恢复稳定经济、国家重大战略推进、创新发展与人才保障等工作为核心。

(4) 2023 年政府工作报告

紧紧围绕稳增长为中心，保证各项政策的连续性和稳定性。财政方面强调“积极的财政政策要加力提效”，进一步加大减税降费、发行政府专项债券等积极财政政策的实施力度。稳增长目标以扩大内需和促进科技创新作为两个抓手，通过促进消费和产业转型升级实现高质量的稳增长。报告重点强调了布局三大领域工作：数字化转型、国资国企改革及促进民营经济发展、吸引和利用外资。最后，报告强调了四项重点，住房保障、生育支持、绿色转型以及防范风险。

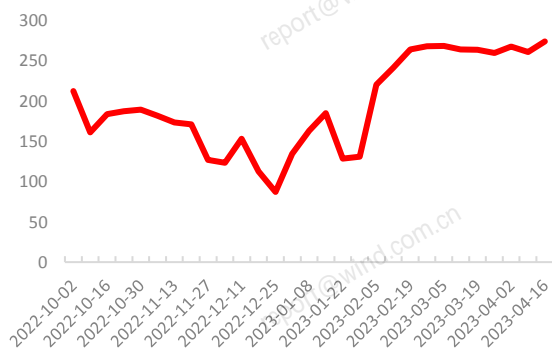
(5) 4 月政治局会议

会议政策基调一方面肯定一季度经济的成果，另一方面也指出当前好转主要是恢复性的，经济仍存在许多挑战。会议释放五方面重要政策信号：一是加快建设现代化产业体系，提及新能源汽车和通用人工智能。二是恢复和扩大需求，提及文化旅游消费和民间投资。三是保障各类所有制企业蓬勃发展，鼓励头部平台企业探索创新。四是加大对外开放，提及稳定外资外贸基本盘和自贸试验区自贸港建设。五是防范化解重点领域风险，提及房地产市场和地方政府债务风险。

2、疫情政策优化后经济生活加快恢复

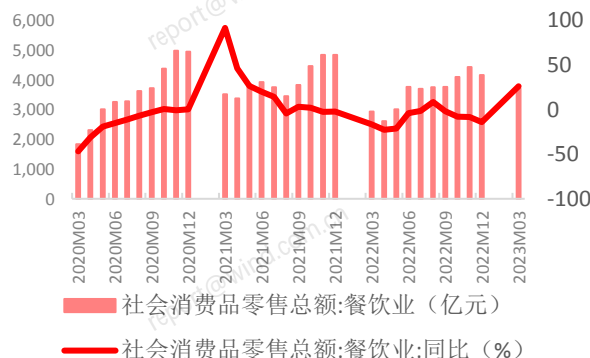
我国的经济已经度过了疫情政策优化后的观望期，居民消费信心快速恢复，服务型消费项目升温迅速，有望成为经济复苏的发力点。从 28 个城市地铁客运量周平均值变化情况来看，去年疫情防控政策优化后，经历了一段观望期，客运量数据出现了下滑。当第一波感染结束后，2023 年 1 月开始客运数据强势反弹并从 2 月下旬开始维持高位，说明居民出行意愿已经完全恢复，经济生活全面恢复正常。一季度我国服务类消费项目升温迅速。以餐饮业为例，2023 年一季度我国餐饮业社会消费品零售总额为 3707 亿元，同比大幅增长 26.30%，相比去年四季度同比多增 36.57%，服务型消费有望成为经济复苏发力点。

图 36:28 个城市地铁客运量周平均值（万人次）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 37:餐饮业社会消费品零售总额



数据来源：iFinD，中信建投证券

3、国际环境明显改善

2023 年我国两会召开前后，密集的主场外交接连取得重大成果，我国国际环境有望明显改善。19 个来自亚

洲、欧洲、南美洲、非洲、大洋洲的国家或国际组织高级官员密集访华，发表了多项关于进一步加强合作和发展伙伴关系的声明，我国国际环境有望明显改善，“一带一路”合作有望取得新高潮。4月1日，中国与新加坡共同发表《关于建立全方位高质量的前瞻性伙伴关系的联合声明》，声明强调将以今年倡议提出10周年为重要契机，持续深化高质量合作，造福两国和地区人民。4月7日，中国与法国共同发表《中华人民共和国和法兰西共和国联合声明》，强调中法两国愿开展合作，解决发展中经济体和新兴市场经济体融资困难问题，鼓励其加快能源和气候转型，支持其可持续发展。同时，法方将出席第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。4月14日，中国和巴西共同发表《关于深化全面战略伙伴关系的联合声明》，强调双方同意在继续促进相互投资，在符合两国各自利益和法律的基础上，探索新的经济互补领域和合作机遇。

表 10: 党的 20 大后重要外交事件

时间	事件
2022 年 10 月 31 日	习近平同越共中央总书记阮富仲举行会谈
2022 年 11 月 1 日	李克强主持上海合作组织成员国政府首脑（总理）理事会第二十一次会议
2022 年 11 月 4 日	习近平会见德国总理朔尔茨
2022 年 11 月 8 日	李克强出席东亚合作领导人系列会议并对柬埔寨进行正式访问
2022 年 11 月 13 日	李克强出席第 25 次东盟与中日韩领导人会议
2022 年 11 月 14 日	习近平参加二十国集团领导人峰会并同美国总统拜登举行会晤
2022 年 12 月 1 日	习近平同欧洲理事会主席米歇尔举行会谈
2022 年 12 月 7 日	习近平出席首届中国—阿拉伯国家峰会、中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会并对沙特进行国事访问
2023 年 2 月 6 日	伊朗总统莱希访华
2023 年 2 月 25 日	白俄罗斯总统卢卡申科访华
2023 年 3 月 10 日	沙特阿拉伯和伊朗在北京签署并发表联合声明宣布恢复外交关系
2023 年 3 月 21 日	习近平会见俄罗斯总统普京
2023 年 3 月 23 日	东盟秘书长高金洪访华
2023 年 3 月 31 日	习近平会见西班牙首相桑切斯、马来西亚总理安瓦尔、新加坡总理李显龙
2023 年 4 月 3 日	法国总统马克龙及欧盟委员会主席冯德莱恩访华
2023 年 4 月 11 日	巴西总统卢拉访华
2023 年 4 月 14 日	加蓬总统邦戈将访华
2023 年 4 月 26 日	习近平同乌克兰总统泽连斯基通电话

资料来源：iFinD，中信建投证券

4、基数效应

2022 年 GDP 总量为 1210207.2 亿元，按不变价同比增长 3.0%，其中二季度受疫情影响，同比增长仅 0.4%。3.0%的单年增速是改革开放以来的次低值，仅高于新冠疫情爆发的 2020 年。0.4%的单季增速同样是 1992 年以来的次低值，仅高于 2020 年一季度。受基数较小的影响，2023 年全年预计能实现较高增长，特别是二季度，

经济增速可能比一季度明显加快⁴，增速大概率为全年高点，单季可能实现 7% 以上的高增长。

（三）宏观展望

1、经济

（1）GDP

2023 年 GDP 同比增速预计能够实现 5% 目标，有望达到 5.6%。2023 年第一季度 GDP 剔除价格因素后同比增长 4.5%，超过预期值 4.0%。展望后三个季度，消费有望维持三驾马车中的主力地位，在超额储蓄的加持下具备持久增长动能。投资方面，基建和制造业投资将继续较快增长，房地产投资逐步企稳，对经济的拖累有望减小。进出口预计在第二季度继续维持高增长，但随着欧美的经济衰退，进出口在下半年可能会面临外需不足的压力。总体来看，GDP 全年持续提升，二季度有望实现最高的提升，三四季度的增长可能会因全球经济衰退减速，但全年增速预计能够实现 5% 目标，并有望达到 5.6%。**乐观情形下**，消费由于内生动力和预期转好加速复苏，投资稳健增长，净出口基于产业链韧性小幅增长，全年实现经济增长 **6.1% 左右**。**悲观情形下**，受第二波疫情影响消费重新陷入拖累，投资增长对经济带动作用不足，净出口受欧美衰退影响大幅收缩，全年增长 **4.8% 左右**。

（2）CPI

2023 年 CPI 全年涨幅预计介于 1.5%-2.0%。2023 年 1 月至 3 月 CPI 同比分别上涨 2.10%、1.00% 以及 0.70%。一季度 CPI 同比上升速度放缓的主要原因是春季后市场需求的周期性回落以及汽车价格的下降。考虑到疫情政策优化后经济生活逐步恢复，随着时间进入第二季度，全国消费需求有望依托超额储蓄进一步释放，推动 CPI 同比上涨。由于去年二季度基数较高，预计今年二季度的 CPI 同比增长依然会维持低位，预计从下半年开始修复基数效应，回归正常区间。

（3）就业

2023 年全国城镇调查失业率预计为 5.5%，青年人失业率仍不容乐观。2023 年 3 月全国城镇调查失业率稳中有降，为 5.3%。2023 年 3 月，16-24 岁青年人失业率为 19.6%，达到 2019 年至今最高水平。今年我国就业市场预计承压较大。供给方面，2023 年高校毕业生数量大幅增加，达到 1158 万人；需求方面，市场信心依然处于恢复区间，企业招聘动力不足，这些原因都导致青年失业率的上升。预计接下来随着时间进入传统招聘季，应届生释放进入就业市场，青年人就业压力将进一步扩大。

2、金融

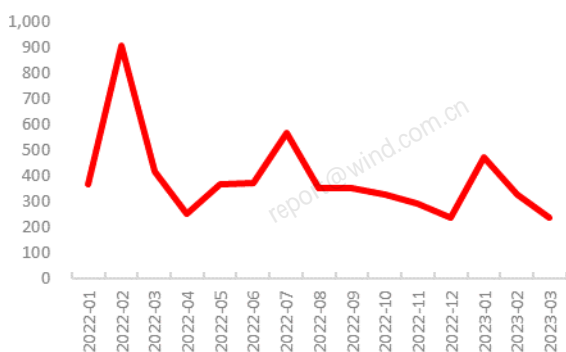
（1）美联储加息

预计美联储还会再加息 25bp，随后停止降息，最快在四季度就可能采取降息措施。从五方面解读美联储加息进程即将见顶。一是**通货膨胀形势明显好转**。尽管距离美联储 2% 的通胀目标仍有一定距离，但是过去一年多时间持续加息遏制通胀的效果十分显著。3 月美国 CPI 同比增长 5%，增速较去年同期下降 3.5%，核心 CPI、PCE 和核心 PCE 也有明显的下降趋势，可以说物价形势最严峻的时间已经过去，通胀继续向既有政策目标靠拢只是时间问题。从历史经验来看，考虑到货币政策传导的时滞和政策惯性，美联储会在距离货币政策目标还有一定

⁴ 资料来源：国家统计局发言人答记者问，<https://new.qq.com/rain/a/20230418A043G500>。

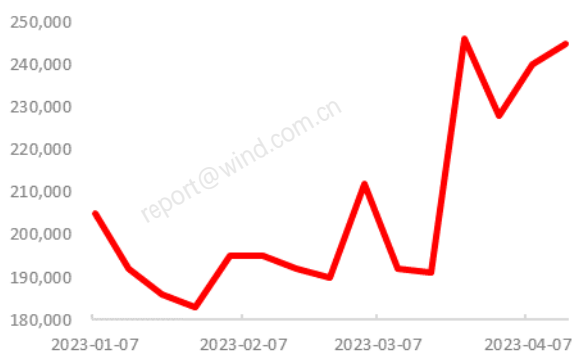
距离前提前停止加息。二是**银行业流动性危机**。尽管美联储及时采取行动，阻遏硅谷银行和签名银行的风险外溢至整个金融系统，但是银行业整体出现严重的流动性不足却是不争的事实。美联储持续加息不仅加重银行的流动性负担，还会导致各类金融机构持有的美国国债贬值，恶化资产负债表状况。此前美联储一边加息一边开闸放水救助银行业的模式只能起到稳住市场信心的临时救急作用，却很难长期维持。三是**美国财政负担加重**。美国已经触及债务上限，财政部采取的特殊行动筹措的临时资金只能支撑至六月，在那之前美国国会必须就提高债务上限达成共识，以避免政府停摆和债务违约。众议院议长麦卡锡提出提高 1.5 万亿美元债务上限的提案，尽管两党就提高债务上限的额度和条件仍有较大差异，但是更多是出于政治博弈的角度，预计最终仍会达成一致的折中方案。据美国国会预算办公室报道，2022 年美国国债利息为 4750 亿美元，而 2023 年将达到 6400 亿美元⁵，相当于美国 2022 年联邦财政收入的 13%。新发续作的美国国债利率将会随着美联储加息水涨船高，而美国当前堪忧的债务形势难以长期维持高水平利率。四是**美国就业率已经初现下滑势头**。3 月美国非农就业人数较去年同期同比减少 178 万人，4 月初请失业金人数也明显攀升，并且超出市场预期，就业下滑增加美国衰退风险。五是**美国拜登总统讲话**。4 月 12 日，美国总统拜登就美国 3 月 CPI 数据发布声明称，该数据显示美国在抗击通货膨胀方面持续取得进展，12 个月的通货膨胀率处于 2021 年 5 月以来的最低水平。拜登讲话说明美联储加息周期已经取得成效，本轮加息已经接近尾声。

图 38:美国:新增非农就业人数:总计:季调(万人)



数据来源: Wind, 中信建投

图 39:美国:当周初次申请失业金人数:季调(人)



数据来源: Wind, 中信建投

在降息节奏上，美联储自 1982 年起，共有六轮加息周期，自末次加息至首次降息平均时间为 197 天。其中，前两轮加息转降息间隔时间较短，均不足 3 个月，而后四轮周期降息间隔都在五个月以上，平均为 264 天。考虑到美国近期宏观经济及金融体系的压力，美联储预计将较前四轮加息周期更快降息，若 5 月 4 日为本轮最后一次加息，假设美联储在 6 个月后降息，则最快在今年四季度就会采取降息措施。

表 11:自 1984 年以来美联储历次末次加息与首次降息日期

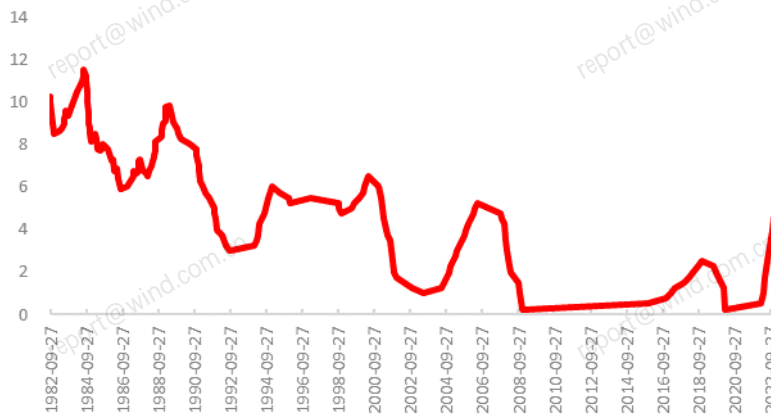
末次加息日期	首次降息日期	间隔天数
1984/8/9	1984/9/20	42
1989/2/24	1989/5/17	82
1995/2/1	1995/7/6	155
2000/5/16	2001/1/3	232

⁵ 资料来源: <https://www.foxbusiness.com/politics/interest-payments-national-debt-reach-1-4-trillion-annually-2033-cbo>.

2006/6/29	2007/9/18	446
2018/12/20	2019/8/1	224

资料来源：Wind，中信建投

图 40:美国：联邦基金目标利率（%）



数据来源：Wind，中信建投

（2）中国 A 股市场

预计 2023 年 A 股市场将震荡上行，并将出现结构性分化。随着中国经济宏观基本面的改善以及产业结构的调整，房地产投资下滑对经济的影响以及疫情对社零和服务业的影响均朝着积极方向转化。此外，当前 A 股处在相对底部位置，随着其基本面的持续改善，有望走出新一轮牛市。同时，A 股市场也将迎来结构性分化。从产业链来看，受全球经济下行影响，上游工业品价格可能继续回落。对于下游企业来说，随着成本下降、消费需求回升，业绩增速有望加快回升，从而出现上下游行业的结构性分化。另外，围绕国家重点战略和产业发展趋势也会形成一些重点受关注的行业，形成结构性分化。

三、2023 年政策展望

（一）宏观政策总体趋势

国家大政方针整体保持稳定。2023 年我国的整体建设依然会紧紧围绕产业升级、稳定经济、实践重大国家战略，实施科教兴国战略、推动高水平对外开放、构建高水平社会主义市场经济体制等基本大政方针不动摇。总体来看，2023 年政策整体取向仍以稳中向好为政策主基调，具体包括如下重点：一是着力构建高质量发展新格局，要加快构建国内国际双循环大格局，统筹好扩大内需和深化供给侧结构性改革，发挥消费的基础作用和投资的关键性作用，全面推进城乡、区域协调发展。二是加快建设现代化产业体系，兼顾安全与发展。着力疏通产业链的卡点堵点，大力发展高端制造业，尽快攻克重点领域的关键核心技术，解决外国“卡脖子”问题，在重要产业加快培育本国企业的竞争力。三是遏制金融资源脱实向虚，着力防控金融风险。防范化解风险重点关注地方债务风险和金融监管体制改革。

（二）财政及货币政策

4月政治局会议指出，积极的财政政策要加力提效，与中央经济工作会议和政府工作报告保持一致。政府工作报告指出，财政政策总体取向上保持积极，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，总量方面2023年赤字率目标为3%，略高于去年的2.8%。在财政支出结构上，一是重点落在重大领域与薄弱环节。二是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。同时要合理安排财政收支节奏，有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。赤字率方面，国民经济和社会发展计划报告还提出了3.88万亿元赤字限额，若3.88万亿与3%赤字率对应，则对应的GDP总量和名义增速分别为129.33万亿元和6.87%。参照近年的GDP名义增速，6.87%的经济增速实现可能性较大。因此，3.88万亿元赤字的约束力更强。一季度财政赤字为5574亿元，较去年同期增加4024亿元。不同于去年年末财政赤字快速上升，本年政策发力更加靠前。专项债方面，一季度地方债发行超2万亿元，其中新增专项债13568.29亿元，略高于去年同期，约占全年新增专项债限额的35.7%。从资金投向来看，基础设施建设领域仍是重头⁶。

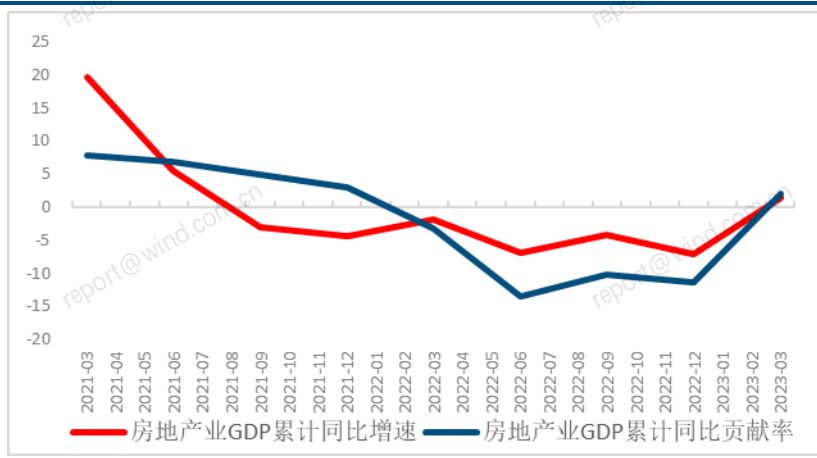
4月政治局会议指出，稳健的货币政策要精准有力。总量上，与近年来货币政策的表述一致，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持人民币汇率和物价水平基本稳定。结构上，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域的支持力度。4月20日人民银行货币政策司司长邹澜表示，结构性货币政策将保持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，具体延续或退出决定要视阶段性政策目标的完成情况而定。降准方面，2021年和2022年分别降准两次共0.5个百分点，2023年3月降准一次0.25个百分点。自2011年以来，经过十多次降准后，准备金率累计下降超过十个百分点。目前加权平均存款准备金率为7.6%，距离最低要求的小型金融机构5%的存款准备金率仍有一定空间，但是降准空间已经相对有限。考虑到降准政策对金融体系的强力调控效果，有必要将“好钢用到刀刃上”，将宝贵的降准机会留到稳增长压力较大的时期使用。因此，视今年后续经济走势，可能在下半年再降准一次25bp。

（三）房地产政策

“房住不炒”仍然是房地产政策的总基调与红线。党的二十大报告指出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。政策预判：“托而不举”、寻求可持续发展新模式。”4月政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，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城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”2023年房地产市场重点任务有三点：一是拉动GDP增长。去年房地产投资连续下滑，已成为国内经济增长的重要拖累项。考虑到2022年基数较小，2023年房地产有望实现正增长，并形成对经济增长的正贡献。二是防范化解风险，实现风险市场化出清。具体来讲，改善房地产企业的资产负债表状况，有序稳妥处置房企风险，特别是优质头部房企。三是加快探索房地产市场改革，重点方向有两点，一方面，稳步探索试点房地产税，实现增量向存量转化，改变当下土地财政和房地产市场不稳定的困境。另一方面，加快构建多渠道房地产供给体系，打造租购并举的住房市场，推出各类REITs基金，支持房地产市场发展。

⁶ 资料来源：https://www.cs.com.cn/gppd/00/202304/t20230415_6337400.html。

图 41: 房地产 GDP 增速及对 GDP 增长的贡献率



数据来源: Wind, 中信建投

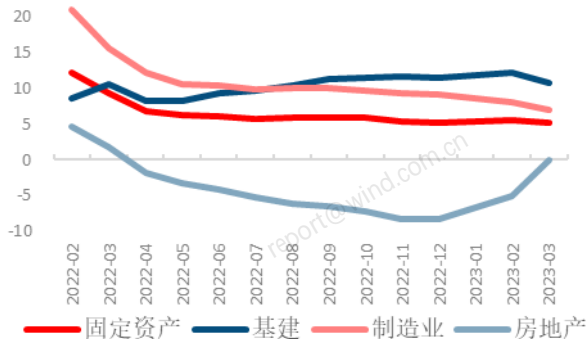
四、潜在投资机遇

(一) 经济复苏主线

1、新老基建

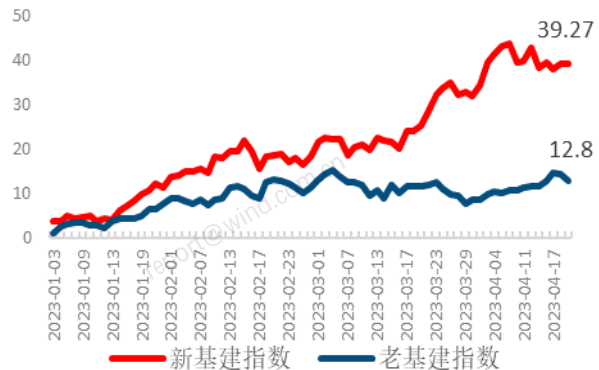
2022 年下半年受疫情影响，消费及净出口下行，政府出台两批 6000 亿元政策性开发性金融工具、用足用好专项债额度等政策，加大基建投资力度拉动内需，下半年基建增速明显快于其他投资。2023 年，基建行业仍然适合作为投资标的。一方面，重大基建项目的建设周期和开发周期较长，去年下半年开工形成实物工作量的项目大多仍在建设中，将为行业产生持续收益。另一方面，中央政策有所延续。党的二十大报告指出，“优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系。”中央经济工作会议提出，“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。”基建投资的具体工作方向上，2023 年国民经济和社会发展计划指出，“优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系。”具体来讲，现代化基础设施体系分为老基建和新基建两类，老基建即服务于人员流动和货物运输的交通水利等传统基础设施。新基建则服务于信息流和资金流，与信息技术紧密相连，包括 5G 网络、大数据、云计算、人工智能、区块链等。国民经济和社会发展计划着力提出新基建重点项目，为相关企业带来发展机遇。

图 42:固定资产投资完成额累计同比增速(%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 43:基建指数涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 中信建投

表 12:国民经济和社会发展规划新基建工作重点

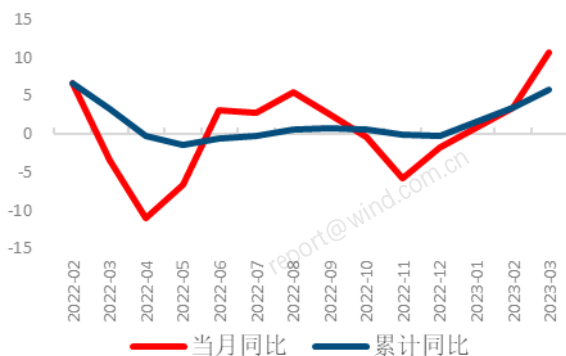
新基建类型	主要举措
强化中小城市信息基础设施网络建设	加快 5G 和宽带网络建设,深入实施中西部中小城市基础网络完善工程,提升云网融合水平,打造更多千兆城市。
完善全国一体化大数据中心体系	继续实施“东数西算”工程,加快国家算力枢纽和国家数据中心集群建设,统筹推进绿色供给站、网络试验线、算力调度网、数据要素场、安全防护盾等建设,加快构建全国一体、绿色高效的算力网络体系。
推广建设 5G 行业融合应用基础设施	深入实施 5G 扬帆计划,更好利用 5G 等新一代信息技术改善民生,服务经济转型,加快智慧医疗、智能养老、智能交通、智慧能源等融合基础设施建设。加快 5G 在智慧港口、智慧矿山、智慧工厂等领域的规模化推广。
提升重点区域创新基础设施水平	统筹推进国际科技创新中心、区域科技创新中心建设,支持建设一批战略导向型、前瞻引领型、应用支撑型、民生改善型重大科技基础设施,布局建设一批国家技术创新中心、产业创新中心、工程研究中心、企业技术中心。
引导支持加大新型基础设施领域建设投资	强化新型基础设施建设项目储备,加大中央预算内资金、地方政府专项债券、政策性贷款的支持力度,用好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等新型融资工具,引导企业加大 5G、大数据、工业互联网、人工智能等新型基础设施建设投入。

资料来源:关于 2022 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展规划草案的报告, 中信建投

2、消费复苏

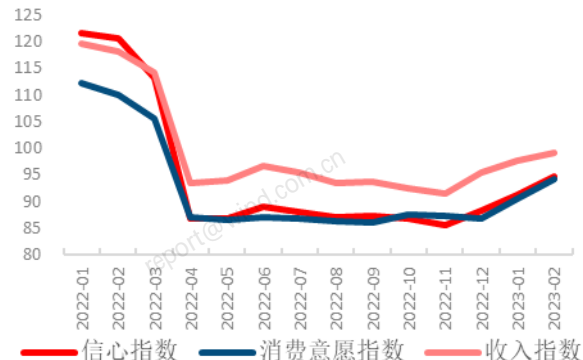
2022 年消费需求受疫情影响有所下滑,全年社会消费品零售总额萎缩 0.2%。因此,中央着力强调 2023 年要发挥消费的基础作用,中央经济工作会议指出,“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力,改善消费条件,创新消费场景。”4 月政治局会议指出,“要多渠道增加城乡居民收入,改善消费环境,促进文化旅游等服务消费。”当前消费复苏已初现端倪,一是 3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%,单月增速创 2021 年 6 月以来最高。二是居民消费的信心、意愿和能力回暖。受疫情影响,消费信心指数自 2022 年 4 月暴跌,此后持续处于历史低位。今年以来,随着疫情防控优化措施持续推进,宏观经济持续复苏,居民消费信心有所回暖,2 月消费者信心指数、消费意愿指数和收入指数分别为 94.7、94.1 和 99.2,自去年年底分别增长 6.4、7.4 和 3.8。

图 44:社会消费品零售总额同比增速(%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 45:消费者信心指数



数据来源: Wind, 中信建投

3、房地产

2023 年 11 月房地产市场政策出现较大松动，支持优质头部房企度过困境，推动房地产市场平稳发展。部委和地方政府也从信贷、公积金、税收等方面出台政策扶持房地产市场。根据一季度数据，房地产景气度明显提高，市场已经显现拐点。销量方面，2023 年销售面积与销售额回暖，销售面积跌幅大幅收窄至-1.8%，销售额实现同比增长，回升至 4.1%。尽管其中包含 2022 年基数较小的因素，也说明前期房地产调控政策发挥作用，房地产市场基本触及底部。价格方面，销售额同比增速上涨快于销售面积，说明房地产市场价格也在回暖。根据人民银行抽样调查数据，2023 年一季度居民预期房价上涨和下跌的比例分别为 18.5%和 14.4%，较 2022 年四季度分别增加 4.5%和减小 4.1%。17.5%的居民表示未来三个月预计增加购房支出占比，较 2022 年四季度增加 1.5%。由此可见居民信心有所恢复。过去一年“信心转弱——需求减小——房价下跌”的恶性循环被打破，房地产市场迎来投资机遇。

表 13:过去一年间中央对房地产市场相关表述

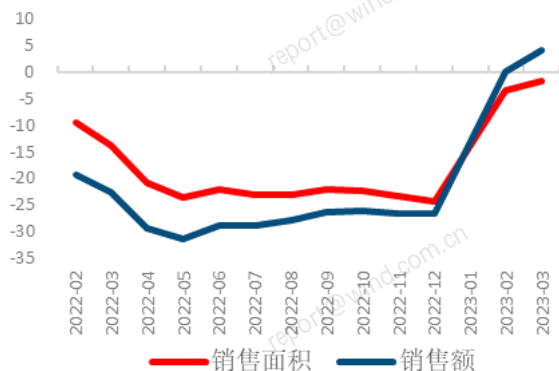
政策	日期	政策要点
政治局会议	2022 年 4 月 29 日	坚持“房住不炒”，促进房地产市场平稳健康发展。
政治局会议	2022 年 7 月 28 日	稳定房地产市场，坚持“房住不炒”，保交楼稳民生。
二十大报告	2022 年 10 月 16 日	坚持“房住不炒”，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
中央经济工作会议	2022 年 12 月 16 日	确保房地产市场平稳发展，保交楼、保民生、保稳定，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。坚持“房住不炒”，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
政府工作报告	2023 年 3 月 5 日	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，加快推进老旧小区和危旧房改造。
国民经济和社会发展计划	2023 年 3 月 6 日	坚持“房住不炒”，加快建立租购并举的住房制度，实施好房地产市场平稳健康发展长效机制，实施好差别化住房信贷政策，发挥住房公积金支持作用，保交楼、保民生、保稳定，稳妥实施改善优质房企资产负债表计划，防范化解优质头部房企风险。
政治局会议	2023 年 4 月 28 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、

请参阅最后一页的重要声明

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城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房。

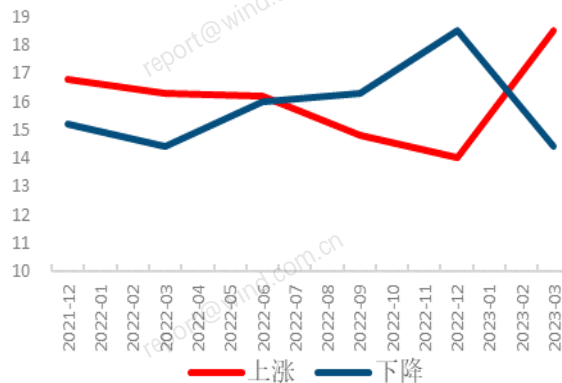
资料来源：新华社，中信建投

图 46: 房地产销售累计同比增速 (%)



数据来源：Wind，中信建投

图 47: 居民对房价走势看法占比 (%)



数据来源：Wind，中信建投

（二）高质量发展主线

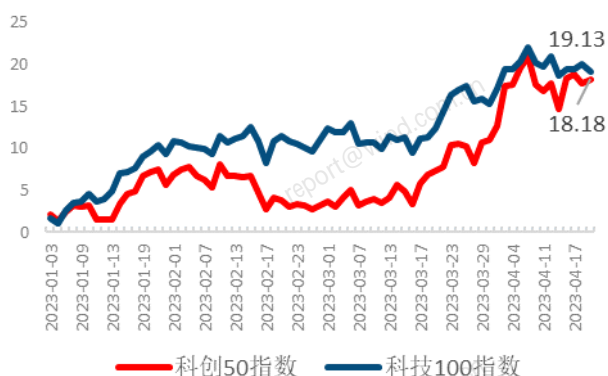
1、现代产业体系

当前我国产业体系全而不优，现代化水平同实现高质量发展水平相比还有一定不足。国内产业体系门类齐全，部分优势领域处于全球领先水平，但是仍有一些重点、前沿领域与国际先进水平差距明显。产业体系高端化、智能化、绿色化水平仍有待提升，产业链供应链卡点堵点仍然较多，一些重要环节和关键技术仍未攻克，“卡脖子”问题突出，质量总体水平仍然相对滞后，细分行业存在诸多短板。中央经济工作会议指，“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。”4月政治局会议指出，“要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。”习近平在《加快构建新发展格局 把握未来发展主动权》一文中指出，“一方面，推动短板产业补链、优势产业延链，传统产业升链、新兴产业建链，增强产业发展的接续性和竞争力；另一方面，深化改革健全区域战略统筹、市场一体化发展等机制，优化生产力布局，推动重点产业在国内外有序转移，支持企业深度参与全球产业分工和合作，促进内外产业深度融合，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系。”具体来看，建议重点关注以下产业：一是巩固现有全球领先产业的优势地位，如新能源汽车、5G、光伏。二是积极布局未来战略新兴产业，如人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等。三是着力弥补短板产业，攻克产业链关键技术难题，如集成电路、操作系统和工业软件等。四是传统产业转型升级，如石化、钢铁产业。

2、科技创新

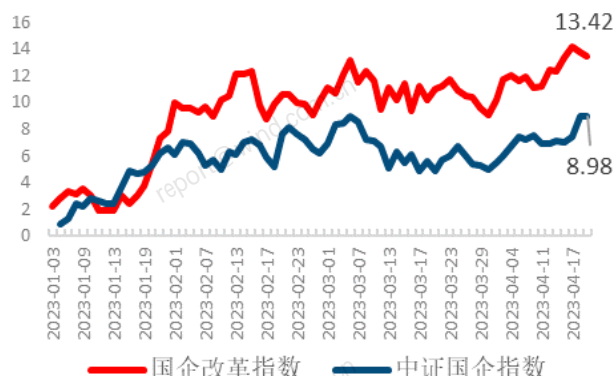
本次党和国家机构改革对科技领域的变革较大，组建中央科技委员会，科学技术部及下辖机构的职责和机构设置也均有一定改动。本次改动是对二十大报告精神“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。完善党中央对科技工作统一领导的体制”和“深化科技体制改革”的落实。习近平指出，“坚持教育发展、科技创新、人才培养一体推进，形成良性循环；坚持原始创新、集成创新、开放创新一体设计，实现有效贯通；坚持创新链、产业链、人才链一体部署，推动深度融合。”具体来讲，科技创新将在以下方面迎来机遇：一是科技重点领域，将布局一批国家重大科技项目。二是制造业等重点产业链，将着力突破关键环节尚未攻克的重要技术。三是加强基础理论向产品和生产力转化，提高科技成果转化和产业化水平。四是重点支持科技型中小微企业，鼓励企业登陆科创板上市融资，支持更多优质企业参与国家级创新平台建设。

图 48:科技创新相关指数涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 49:国企相关指数涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 中信建投

3、国企改革

2022 年国企改革三年行动圆满收官，改革成效显著，在重点领域和关键环节上取得突破性进展，国有资本整体质量和运行效率都有明显提升。但是改革进程中仍存在一些突出问题和短板有待改进，一是国有企业收益率有待提高，2022 年国有控股工业企业总资产收益率和净资产收益率分别为 4.21%和 9.85%，而工业企业整体分别为 5.38%和 12.39%。二是国有企业创新能力不强，2021 年规模以上国有工业企业发明专利授权数仅 12685 件，而私营企业则达到 187502 件。因此，新一轮国企深化改革仍大有可为，要持续做大做强国有资本。国民经济和社会发展计划指出，“进一步加强和改进国有经济管理，深化国资国企改革，持续推进国有资本布局优化和结构调整，制定实施新一轮深化国有企业改革行动方案，积极稳妥深化混合所有制改革，完善中国特色现代企业制度，打造一批创新型国有企业，加快建设世界一流企业。”今年以来，国有企业主题指数持续上涨，而涉及改革的国企上涨幅度更大。截至 4 月 19 日，国企改革指数上涨 13.42%，大于中证国企指数同期 8.98%的涨幅。

4、一带一路

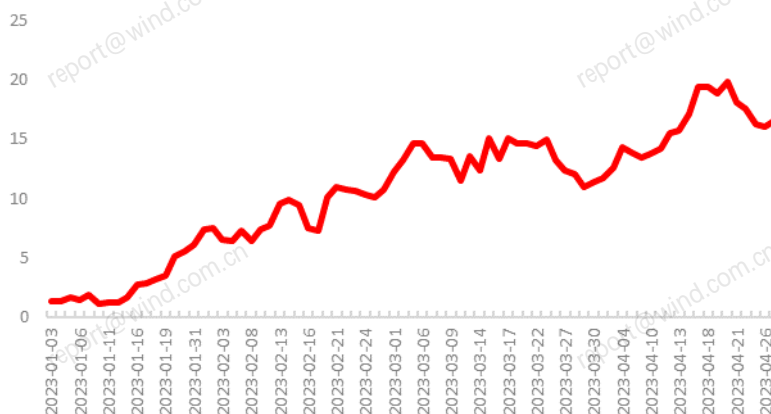
2023 年是“一带一路”战略十周年，据报道，截至今年 2 月中旬，中国已与 151 个国家、32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件⁷。据商务部数据⁸，2013 年到 2022 年间我国与“一带一路”沿线国家货物贸易额从 1.04 万亿美元扩大到 2.07 万亿美元，年均增长 8%，双向投资累计超过 2700 亿美元。近年来，美国

⁷ 资料来源: http://www.jjckb.cn/2023-04/26/c_1310713981.htm。

⁸ 资料来源: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1761480569946771409&wfr=spider&for=pc>。

对我国采取敌视态度，频频挑起贸易争端，美国及其盟友贸易额占我国进出口贸易额的比重有所下降。在这一背景下，要加强与一带一路沿线国家的经贸往来以替代下降的贸易份额。2023 年预计将举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，既有利于加强中国与沿线国家的合作，也为相关企业带来发展机遇。自年初以来，“一带一路”相关企业走势良好，累计上涨 16.57%。

图 50: 一带一路指数累计涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

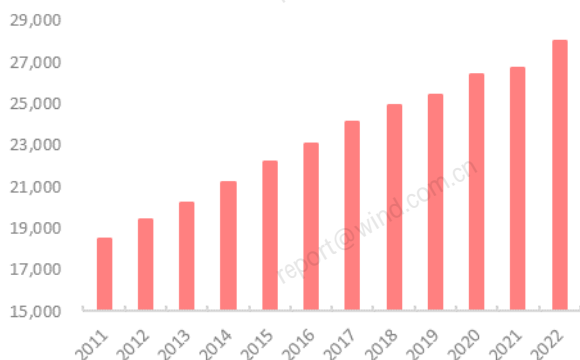
(三) 民生主线

1、养老产业

党的二十大报告要求，“实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业，优化孤寡老人服务，推动实现全体老年人享有基本养老服务。”国民经济和社会发展规划进一步明确，“深入实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业，扩大普惠养老供给，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系。”养老业有如下发展机遇：一是老年人口规模持续上涨。截至 2022 年末，我国 60 岁以上人口突破 2.8 亿人，且在持续上涨中，带动养老产业市场规模水涨船高。据第六届中国养老行业陆家嘴峰会估计⁹，到 2025 年末，养老业规模预计将超过 12 万亿元。二是养老保障体系不断完善。养老保障体系由基本养老保险、企业补充养老保险和个人养老保险三根支柱共同构成。2022 年 4 月，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，个人养老金制度正式落地实施，补齐了多层次、多支柱养老保险体系的短板。完善的养老保障体系有助于优化老年人储蓄与规划，增强未来养老产业购买力。

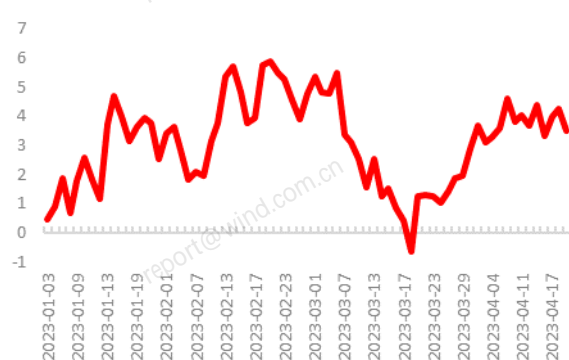
⁹ 资料来源: <https://finance.eastmoney.com/a/202303232670634738.html>.

图 51:60 岁以上人口数量（万人）



数据来源：Wind，中信建投

图 52:养老产业指数涨跌幅（%）

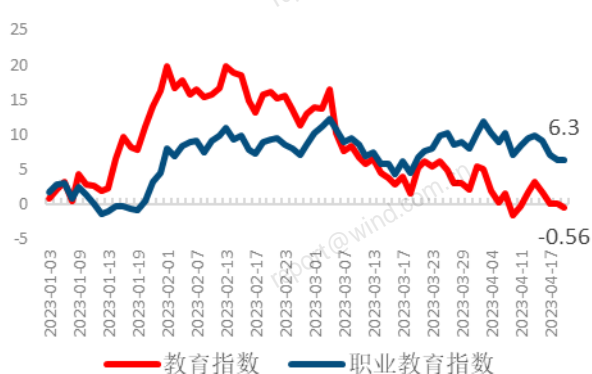


数据来源：Wind，中信建投

2、教育产业

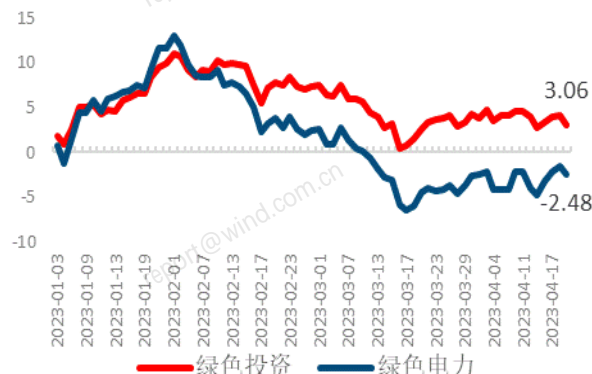
自二十大提出“引导规范民办教育发展”以来，教育行业频频获得政策利好。2022 年 12 月 14 日，《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》指出，“鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展”。一周后，中办国办发布《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，指出“探索地方政府和社会力量支持职业教育发展投入新机制，吸引社会资本、产业资金投入，按照公益性原则，支持职业教育重大建设和改革项目”和“鼓励金融机构提供金融服务支持发展职业教育”。在教育产业内，建议重点关注职业教育细分赛道。

图 53:教育指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，中信建投

图 54:绿色指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，中信建投

3、绿色发展

中央经济工作会议指出，“要推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国。” 具体来看，建议关注以下重点领域：一是政策新增的绿色产业。国民经济和社会发展规划指出，要修订发布绿色产业指导目录，进一步完善促进绿色产业发展的政策体系。当前适用的《绿色产业指导目录》为 2019 年版本。3 月 16 日，发改委发布公告，就《绿色产业指导目录（2023 年）》征求意见，新版目录分为节能降碳产业、环境保护产业、资源循环利用产业、清洁能源产业、生态保护修复和利用、基础设施绿色升级及绿色服务 7 大类别，涉及新能源汽车、氢能、储能等领域。二是推进重点行业 and 重点领域绿色转型，降低生产能耗。

2022 年单位 GDP 能耗下降目标不及预期，若想如期完成“十四五”规划单位 GDP 能耗下降 13.5% 的目标，则 2023 年至 2025 年年均下降速度需要达到 3.8%。2022 年 11 月 16 日，发改委发布《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》，明确新增可再生能源电力消费量不纳入能源消费总量控制考核。因此，新能源产业将迎来发展机遇。

风险分析

（1）既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。（2）经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。（3）市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。（4）土地出让收入大幅下降导致地方政府债务规模急剧扩大，地方政府债务违约风险上升。（5）地缘政治对抗升级风险，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题，多篇政策研究报告获党中央、国务院领导批示或批转。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场

研究助理

冯天泽

中信建投政策分析研究员，CFA，FRM，北京大学理学学士、金融学硕士，香港中文大学 经济学硕士，曾任职于国家外汇管理局和中金公司，主要研究领域包括：宏观政策、金融监管、汇率及外汇储备等。联系电话：15120034020；邮箱：fengtianze@csc.com.cn



评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10%-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk