

金信期盈证券权益市场周报 (20230227-0303)

海外宏观事件



欧洲通胀高，利差扩张。海外流动性环境仍偏紧：

1) 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 由 47.4 升至 47.7，为近 6 月首次回升，但仍处低位；ISM 非制造业 PMI 由 55.2 降至 55.1。

2) 美联储官员给出鸽派信号，但美债收益率并未明显下行。3 月 2 日美联储官员博斯蒂克表态倾向于 3 月加息 25BP，美联储可能在今年夏季中后期有条件（视就业、通胀等数据）暂停加息，此消息一出后美股上涨，但 2 年期和 10 年期美债收益率分别维持在 4.8% 和 4.0% 附近。

3) 欧央行维持鹰派。2 月欧元区调和 CPI 同比由 8.6% 下降至 8.5%，通胀回落幅度小于预期。欧央行管委内格尔表态称 3 月后将进一步大幅加息，从 7 月起大幅缩表。

国内宏观流动性

事实一，制造业 PMI 录得十年新高，显示经济仍处于疫后高速复苏阶段；

三大行业 PMI 均延续了回升势头。制造业 PMI 录得 52.6，环比 1 月回升 2.5；MA12 录得 49.34，较 1 月上升 0.2；服务业 PMI 录得 55.6，环比 1 月回升 1.6；MA12 录得 48.57，较 1 月上升 0.43；建筑业 PMI 录得 60.2，环比 1 月回升 3.6；MA12 录得 56.68，较 1 月上升 0.22。PMI 的回升斜率高、水平更高。对比历次疫后复苏第 2 个月的 PMI 表现，比较有代表性的是 20 年 4 月和 22 年 6 月。20 年 4 月，制造业/服务业/建筑业 PMI 从 52.0/51.8/55.1 回升至 50.8/52.1/59.7；22 年 6 月，则是从 49.6/47.1/52.2 回升至 50.2/54.3/56.6。可见今年 2 月的 PMI 回升幅度高于 20 年 4 月、低于 22 年 6 月，但是今年 2 月的 PMI 水平是最高的，其中制造业 PMI 是 12 年 4 月以来的新高，这意味着经济仍处于高速复苏阶段。新出口订单指数同样创下十年新高。20 年 4 月的制造业 PMI 不升反降，主要是因为海外遭受疫情冲击，导致 PMI 新出口订单指数从 46.4 跌落至 33.5。对比今年 2 月，新出口订单指数从 46.1 回升至 52.4，这是该指数自 21 年 4 月之后首次重返 50 以上，更是 2011 年 3 月以来的最高水平。考虑到近期美国经济韧性结构性好于预期，今年国内出口好于预期的概率也在上升。

事实二，今年以来的复苏结构总体均衡，生产稍强于需求，制造业阶段性被动补库存。

考察制造业 PMI 的结构，生产端，生产指数从 49.8 大幅回升至 56.7，是 12 年 4 月以来的最高水平，回升幅度更高于疫后复苏的第 1 个月，显示节后劳动力返工的速度相当快。需求端，新订单指数从 50.9 回升至 54.1，是 2017 年 9 月以来的最高水平，回升幅度相对生产指数稍低。疫后复苏第 1 个月的 PMI 结构性特征是需求恢复明显快于生产，第 2 个月则是生产恢复反超需求，主要是疫情冲击和春节较早造成了供需的阶段性错位。统筹 1-2 月，生产和需求的复苏总体均衡，生产稍强于需求。从库存和价格来看，产成品库存指数从 47.2 上升至 50.6，MA12 从 47.90 上升至 48.18，生产强于需求导致库存有所回补；出厂价格指数从 48.7 上升至 51.2，MA12 则从 48.88 下降至 48.63，显示工业产成品价格的环比上涨、同比下跌，一方面对应了当前需求复苏，另一方面是去年俄乌冲突推升油价留下了同比的高基数。综合考量，虽然 1-2 月的量价数据可能对应库存周期的被动补库存阶段，如果排除基数干扰，当前库存周期仍处于从主动去库存（衰退）向主动补库存（复苏）过渡的阶段。

事实三，产成品价格涨幅高于原材料价格，利润结构继续向下游倾斜。

猜想一，经济仍然处于一轮复苏的初始阶段，潜力还将继续释放；猜想二，复苏斜率最高的阶段接近尾声，政策取向的影响力上升；猜想三，政策将继续处于观察期，下一个窗口可能不在两会，而在两会之后到政治局会议之间。

考虑到 PMI 显示开年以来的经济复苏状态不错，宏观政策可能继续处于观察期，目前以用好去年底中央经济工作会议以来部署的现有政策为主。两会之后新一届领导班子正式上任、机构改革方案出炉，4 月底政治局会议讨论开年经济工作，1 季度经济数据揭晓，这一时间段将是观察后续政策取向的重要窗口期。

今年 5%左右的 GDP 目标增速低于此前市场的乐观预期，但这个目标超额完成可能性较高，而当前经济仅修复至 2022 年低水平均值附近，稳增长政策仍有空间。近期高频和先行指标显示国内经济正处于快速修复期，房地产销售、土地市场以及投资相关高频指标持续回暖，上周生产的高频指标多数已回到 2022 年均值水平附近，市场对今年经济增速的预期也逐步提高。但是，经济增长目标较为保守，定在 5.0%左右

1. 历来政府工作报告所制定的目标一般都会留有余地。2013-2019 年，GDP 增速目标平均低于实际完成增速 0.2 个百分点，即使加上疫情三年，实际完成增速仍比目标增速高 0.1 个百分点。而今年确实也面临一些不确定因素，如二次感染、全球衰退程度等。只不过去年大幅低于目标的经济增速可能使人遗忘了疫情前政府制定经济目标的一贯做法。

2. 完成 5.0%左右 GDP 增速目标其实也存在一定的困难。2022 年消费拉动 GDP 增速 1.0%，投资拉动 1.5%，净出口拉动 0.5%。假设 2023 年净出口拉动将为 0%，这意味着全年 5.0%的 GDP 增速需要靠消费和投资完成，二者对 GDP 的拉动要比 2022 年增加一倍。近年来，投资对 GDP 增速的拉动已经低于 2%，这意味着今年消费对 GDP 的拉动要超过 3%。疫情前，消费对 GDP 增速最低拉动水平 3.5%出现在 2019 年，当年社零增速为 8.0%。何况，今年净出口对 GDP 增速的拉动很有可能为负。因此，通过对需求侧对经济拉动的拆解，5.0%左右的经济增长目标并不是一定可以“躺平”的目标，依然需要政策的支持。

3. 从地方两会目标看，今年存在超额完成经济增速的可能性。2018 年地方 GDP 核算制度改革后，各地加权平均的经济增长目标与全国目标之差从超过 1 个百分点缩小至 0.6 个百分点。2023 年全国目标为 5.0%，地方加权平均的目标为 5.6%。而今年地方 GDP 增速目标也定得较为保守，6 个经济大省在去年低基数的前提反而制定了比 2022 年更低的经济增长目标。例如，2022 年江苏的 GDP

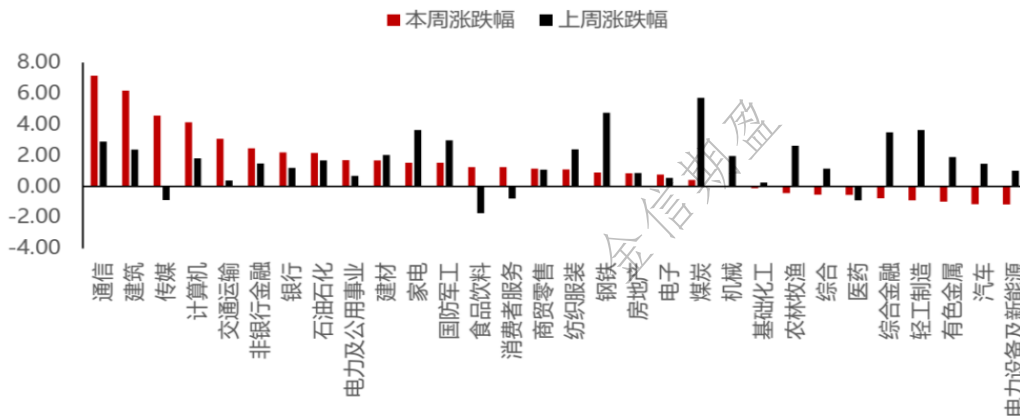
目标为 5.5%，实际完成 2.8%，2023 年的目标定位 5.0%，广东去年经济增速为 1.9%，2023 年的目标增速还比 2022 年低 0.5 个百分点至 5.0%。

本周市场大盘分析

本周（2023 年 2 月 27 日至 2023 年 3 月 3 日，下同）市场整体延续了上周的上涨表现，然而结构上却出现显著分化，价值风格全面占优：主要宽基指数中创业板指下跌 0.27%，而上证 50 上涨 1.72%；风格指数中大盘价值与中盘价值分别上涨 3.62%与 2.27%，相较之下长久期的成长风格表现平淡，中盘成长甚至微跌 0.18%。

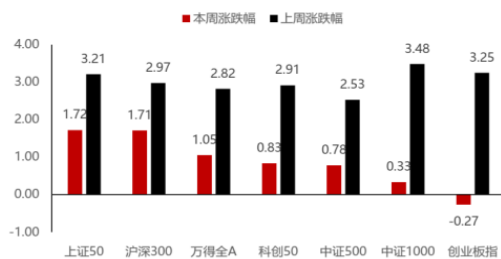
而具体行业视角来看，受益于数字中国的顶层设计《数字中国建设整体布局规划》出台，TMT 板块表现抢眼，而传统成长赛道均表现疲软；而在经济复苏预期与中特估值体系催化下，与内需更为相关的强周期板块同样录得优异表现。

图1：本周在数字中国、经济复苏预期与中特估值体系催化下，TMT、强周期与价值板块更为占优（%）



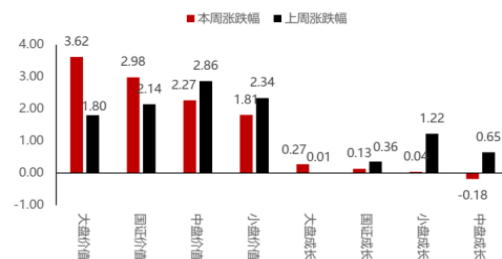
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：主要宽基指数中表现略有分化，创业板指下跌 0.27%，而上证 50 与沪深 300 分别上涨 1.72%与 1.71%（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：从风格视角来看，价值风格显著占优（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

一周市场策略回顾

十家券商普遍认为，近期主题投资活跃度很高，行业和风格极致轮动，但 2 月 PMI 验证中国经济复苏，两会政府工作报告稳增长基调明确，随着业绩披露和重要会议召开，市场有望出现新的主线。

券商	观点
兴业证券	<p>轮动中的“强者”，大多是主线决胜的“赢家”。近期各行业、风格轮动仍在加速。</p> <p>1、当行业轮动到极致后，出现大跌的概率较低，多数情况市场都能够形成至少季度级别的新主线。2、行业轮动结束后的新主线，大多都是从极致轮动阶段的强势行业、板块中“脱颖而出”。3、业绩预期能否持续兑现，同样是决定一个行业、板块能否在行业极致轮动中最终胜出、成为后续市场主线的关键变量。基于以上历史经验，我们倾向于认为，市场在经历了年初以来的行业极致轮动、“景气投资”失效后，二季度随着财报业绩披露，叠加 3、4 月份两会及政治局会议后国内政策逐渐明朗、经济复苏前景更加清晰，行业的极致轮动有望收敛，市场也将重新回到景气驱动、基本面审美模式中，下个阶段的的主线也将逐渐浮现。</p>
财通证券	<p>国企改革有望助推上证 50。经济开门红，“两会行情”更可期，国企改革有望助推上证 50。Q1 是走出疫情的经济蜜月期，2 月制造业和服务业 PMI 双双飘红，验证高频消费和复工数据，“两会行情”更可期。左手上证 50 布局经济复苏，右手科创 50 应对两会潜在政策利好机会，攻守兼备。</p>
申万宏源证券	<p>震荡市，主题中找弹性。中国经济复苏继续验证，重申这一次春季行情不怕经济验证期的判断。期待验证期到来确认行情主线。在此之前，短期还是震荡市。2023 年主题投资可能持续活跃的原因：自上而下各层面都缺乏趋势外推的方向。全球宏观，中美欧日处于疫后恢复的不同阶段；中国宏观，经济复苏，政策刺激力度有约束；产业趋势，困境反转多，趋势改善少。重点看好数字经济和央企改革两大主题。</p>
广发证券	<p>23 主线“买变化”之三条线索。本周看似过快的行业轮动速率背后，市场本质上交易的因子是 Δg。本周 A 股的结构较为奇特：行业层面 TMT 领涨市场的背景下，整体风格上却是价值 > 成长。本周高改善行业 (Δg) 显著占优，而部分投资者运用传统风格和行业轮动的逻辑难以正确判断的原因，是一定程度上忽略了当前交易的核心因子是“买变化 Δg”。23 年市场的主线是“买变化”：“政策反转”、“困境反转”、“美债利率反转”。22 年市场宏观背景是 DDM 三要素三杀，而 23 年宏观要素均发生显</p>

	<p>著的变化。23 年市场将沿“买变化”的思路，围绕三大主要矛盾变化①政策路线切换、②经济底部回暖、③美债利率反转布局三大线索。</p>
民生证券	<p>在价值中找寻成长。全球利率中枢抬升的环境下，在价值中寻找机会仍然是未来主线，通胀、国企改革和经济动能修复则将成为其成长性的三大来源。经济修复与中特估值催化，价值风格全面占优。为何没有“顺周期”，只有价值行情。国人的价值：寻找时代的国企。对于持续亏损但是社会短缺的国企业务，存量业务通过价格机制改革、适当补贴实现盈利水平的正常化；而与此同时适当拓展新业务，更好地为能源转型、数字化和制造业升级提供基础服务；此外，正常提升分红和回购，以降低中小股东权益风险溢价也是可实现路径。两会过后，市场也将迎第一轮揭牌时刻。</p>
安信证券	<p>5%，重要么？当前市场核心矛盾还在“强预期+弱现实”，依然对应核心资产投资和产业主题投资。在强预期和弱现实背后的投资理念：好价格是压倒性占优于好景气和好公司的，好价格往往是转瞬即逝的，低位股的迭起依然是轮动的主旋律。“山腰处歇脚”+“低位股迭起”。具体而言，当前根据安信策略——A 股“躁动”指数已经接近 0 轴且出现背离，“冬日里的小阳春”可以明确进入尾声，向上空间有限。短期市场走势和结构表现主要由资金交易及主体决定，可以明确的是人民币汇率向均衡水平（6.6-6.7）的回摆是 A 股市场再次走强的重要条件，市场在此之前处于“山腰处歇脚”。</p>
德邦证券	<p>出口的冷与热。随着疫情对经济冲击消退，结合普林格高频指标看复苏正在途中。2 月 PMI 验证经济复苏加快。2023 年内需强外需弱已成为市场的共识，但共识之下往往存在超预期裂口。从四方面来看，我们建议把握出口竞争力增强的长逻辑。美众议院通过 11 部涉华法案，美联储加息预期上升。普林格周期复苏阶段，权益、中游制造、小盘、成长占优，继续看好大科技，风格以中证 1000、增强、专精特新为矛。</p>
海通证券	<p>“两会”报告对市场的启示。①政府工作报告提出增长目标 5%左右，稳增长基调明确，未来政策端望持续发力稳增长。②借鉴历史 22/10 底以来牛市第一波上涨未完，未来稳增长政策推动基本面修复、内资接力外资入市，望支撑市场进一步向上。③短期行业均衡，聚焦发展和安全并举的产业政策背景，全年重视数字经济代表的现代化产业体系。</p>
国金证券	<p>行情半山腰，更向上去。行情下半场，进击中小成长。海外紧缩缓和与国内政策红利驱动后市向上逻辑未变。1) 海外出清之年，美国经济周期向下，劳动生产率明显下降，看似紧张劳动力市场在经济持续下行后大概率反转，美联储紧缩缓和趋势明显；</p>

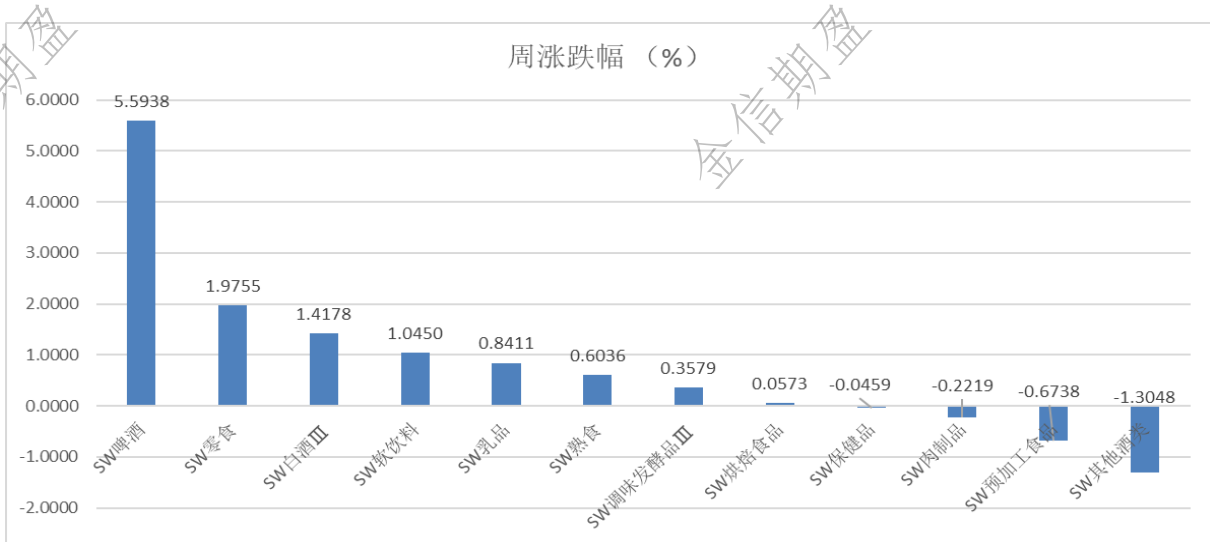
	2) 国内过渡之年，经济趋势向上，但弹性有限，两会后产业政策或进一步提升市场风险偏好。
东北证券	春季躁动进入后半段。春季躁动结束主要来自于流动性和政策预期收紧。当前政策和流动性宽松预期未逆转，春季躁动进入后半段。1) 政策上，短期预期偏低，但保增长方向不会逆转。(2) 流动性上，首先，宏观流动性预期短期边际有所收紧，但难持续，其次，微观资金短期流入放缓，但仍有空间。当前指数上行空间有限，但结构性行情未完。

十家券商在配置上仍较均衡，普遍看好“困境反转”的 TMT 板块，以及顺周期的地产链和内需板块，主题聚焦政策利好的数字经济和国企改革。

券商	行业配置
兴业证券	<p>轮动中强势的 TMT 及央企重估或成为主线决胜的“赢家”。根据 2023 年各行业一致预期增速和利润修复程度，后续可沿“困境反转”和“强者恒强”两条线索进行挖掘、布局：困境反转中，建议关注当前景气仍处于低位、但今年有望困境反转，且估值、持仓均处于中低位的高弹性方向：信创、5G、传媒、创新药、半导体、消费电子；另一方面，在“强者恒强”、景气延续的板块中，关注季报兑现程度高、且估值合理 α 机会：军工、光伏、储能、汽车零部件。立足“三个方向、两大指标、一个举措”把握国企央企价值重塑。1) 三大方向：科技自强的创新型国企方向、数字化转型方向和为“国之大者”服务的国家安全方向；2) 两大指标体系：“一利五率”（财务维度）和 ESG 得分（非财务维度）；3) 重点资本运作举措：专业化整合。</p>
财通证券	<p>国企改革有望助推上证 50，重视顺周期+数字经济景气上行。美加息预期升温叠加国企改革有望助推上证 50，数据真空期重视顺周期+数字经济景气上行。1) 顺周期关注建筑链和制造业：电解铝受益地产竣工回暖，低库存高弹性。地产销售、二手房成交向好，建筑开工带动聚氨酯、玻璃、水泥等需求，2C 家装需求后置修复。高端制造的检测、机床、工业机器人等受益宽信用和顺周期合力。2) 数字经济看信创：顶层政策频发，信创订单增长，软件收入提升。</p>

申万宏源证券	短期市场“跷跷板效应”强，但并非没有主线。围绕着中期基本面改善预期和政策密集催化方向选结构才是重点。继续看好价值和周期赢在当下，聚焦行业格局优化的方向，推荐地产链(家电、消费建材、房地产)和内需周期(煤炭、铜)。全年来看，困境反转的计算机(AI、信创)、传媒(互联网、游戏)和医药生物(创新药、医疗耗材、中药)可能反复有机会。
广发证券	维持“港股走牛市，A股走修复市”判断，A股沿三大“买变化”主线配置。23年最需要重视的要素因子是“变化”，市场将围绕主线“买变化”的三大线索配置：1. 线索一“困境反转”，优选低估值高 Δg (消费建材/通用设备/医药)；2. 线索二“政策反转”，“央国企重估”和“数字中国”有望成为信用扩张新抓手(运营商/建筑/半导体/信创)；3. 线索三“港股天亮”，外资基于资产比价配置EM，配置港股“三支箭”：医疗保健(医疗服务/器械/创新药)、平台经济、地产竣工链(家电/家具)。
民生证券	在价值中寻找成长。本轮全球利率中枢抬升的环境下，在价值中寻找机会仍然是未来主线，经济动能修复、通胀和国企央企改革将成为三大成长性来源。第一，关注通胀的反弹力量正在凝聚：油运、油，动力煤；第二，重资产国企重估：建筑、炼厂、电力、电信；第三，部分成长领域仍可布局：国防军工、数据中心；第四，经济动能的修复：房地产、保险。
安信证券	短期超配行业：以计算机(信创、人工智能)、传媒、通信、半导体为代表的数字经济；地产链；军工；消费(餐饮、智能家居、医美、消费建材)；储能、汽车零部件、有色(铜、金)。主题投资：关注国企改革以及中国特色估值体系下的国企央企。
德邦证券	行业配置建议：普林格周期复苏阶段，权益、中游制造占优，寻底反攻，以超跌+政策受益+景气向上的大科技为抓手。重点关注：1、机械设备：通用设备、自动化设备，2、电子：消费电子、光学光电子、半导体，3、电力设备：电机、风电设备、电池，4、计算机：软件开发、IT服务、计算机设备，5、国防军工：航空装备、航海装备，6、传媒：游戏、数字媒体。
海通证券	短期均衡，全年成长更优，如数字经济，及新能源结构性亮点。着眼全年，围绕报告指引的政策脉络，数字经济代表的成长空间或更大。关注新能源的结构性机会。报告指出把恢复和扩大消费摆在优先位置，全年维度关注消费反转。第一，以改善人民生活品质为基础，对近两年受损较多的领域加大政策支持力度。第二，符合长期战略规

	划的领域或将进一步强化，报告指出要“稳定大宗消费”。第三，消费发力离不开资金支持，报告指出要“多渠道增加城乡居民收入”。
国金证券	<p>行业配置：计算机、通信、光伏、储能；券商、黄金。布局产业政策和产业趋势共振的机会，重视券商与贵金属板块投资机会。主线 1：计算机、通信、光伏、储能。计算机：政策持续加码，业绩持续验证。通信：低估值安全垫，业绩在持续改善。光伏、储能：板块基本面和政策面均呈现积极向上变化，整体板块业绩仍维持高景气。</p> <p>主线 2：券商、黄金。券商：在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外，主板全面注册制将助力券商基本面保持相对较强。贵金属板：美国经济下行，美元实际利率下行支撑贵金属价格。此外，美联储紧缩预期缓和是大概率事件。</p>
东北证券	<p>短期顺周期和成长补涨是主线，关注周期成长、TMT、国企改革等方向。（1）短期顺周期和成长补涨是配置方向：一是“强现实”预期不断增强，指向顺周期；二是两会开幕，科技自主创新是政策导向，指向 TMT；三是短期轮动上近 3 周表现相对较弱的成长、消费有望为接下来轮动方向；四是两会后短期风格偏向顺周期。（2）建议逢低配置：其一，政策强导向的计算机（国产化、人工智能、云计算）、通信、传媒和国企改革（建筑、军工等）、券商；其二，顺周期的化工、有色、消费（商贸、停车）、地产；其三，低估值的成长，如新能源、军工等。</p>

食品饮料板块一周大盘

【白酒】

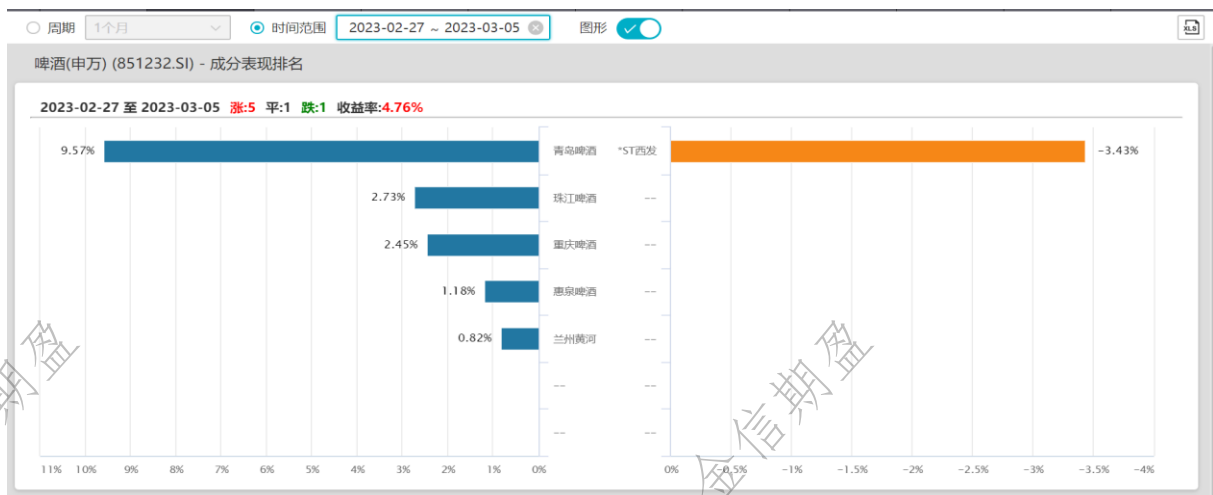
	20230306	备注
贵州茅台	23 年回款进度 25-30%，库存低于 1 个月。 1. 本周飞天茅台散装/箱装/1935 批价分别为 2760/2970/1200 元左右，春节后茅台批价坚挺。 2. 在茅台 2023 年全年量预计 4.1 万吨背景下，23 年非标 + i 茅台、茅台自营店、团购比例或将持续上升有望持续贡献。	四川大商：茅台 3 月份款还没打，2 月货已到（占比全年 5%左右），批价最近有所上涨，整箱 3000 元，散飞 2800 元，库存很低 10 来天。 茅台价格坚挺背后的原因？ A: 1) 2 月份没有货；2) 2 月份市场消费恢复比预期好；3) 茅台经销商不缺钱。
五粮液	23 年回款当前进度约 40%+，库存平均 1.5 个月左右。 1. 本周八代五粮液批价约 950-960 元，节后批价稳定。 2. 据上周调研反馈，节后 3 周两广/上海增速预计 50%/40%+，江苏仍然保持优异表现，北方大区增速快&部分区域出现断货现象，23 年春节后动销仍保持超预期增长背后，是持续深化改革红利逐步释放的结果，公司有望加速实现批价破千目标。 3. 23 年目标跟踪：双位数增长。	浙江大商：五粮液、老窖的进度？ A: 1) 五粮液 3 月还要回款 10-15%，也是因为要完成 Q1 40%任务需要回款，所以短期资金有缺口导致五粮液有大批出货，批价可能会下行。2) 2 月回到 25%，3 月还有 10%。 四川大商：五粮液到货 35%（完成了全年回款），厂家开始控制发货，批价 950 元（环比持平）。近期厂家会开始市场价格整治，库存接近 2 个月。
泸州老窖	23 年春节回款当前进度约 30%+，库存平均 2 个月左右。 1. 本周国窖 1573/特曲 60 批价约为 910/435 元，节后批价稳定。	四川大商：回款 70%，发货 50%，库存 1 个多月，批价 915 元（环比持平）。

	<p>2. 3月2日晚间, 泸州老窖发布关于董事会秘书辞职的公告。据公告显示, 王洪波因工作调整, 申请辞去泸州老窖董事会秘书职务, 暂由公司董事长刘淼代行董事会秘书职责。</p> <p>3. 据上周调研反馈: 23年预计国窖1573系列规模达200亿; 未来希望泸州老窖品系(特曲+窖龄+头曲+黑盖)达百亿。</p> <p>4. 23年目标跟踪: 节后国窖(部分经销商)年度目标已上调至25-30%挑战目标水平。</p>	
洋河股份	<p>23年春节回款当前进度约45%+, 库存平均2个月+。</p> <p>1. 本周M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为580/400/270/120元, 批价稳定。</p> <p>2. 据此前渠道反馈, 公司已全面停止M6+开票(或主因回款任务基本完成+控库存以实现后期挺价)。</p> <p>3. 23年目标跟踪: 市场预计23年业绩增速目标约20%。</p>	<p>江苏大商:</p> <p>洋河同比+7%左右, 库存2个月。</p> <p>今世缘同比+5%左右, 库存1个月至40天。</p>
今世缘	<p>23年春节回款当前进度约35%+, 库存平均1.5个月左右。</p> <p>1. 本周对开/四开批价约为255/420元, 节后批价稳定。</p> <p>2. 2月27日, 今世缘酒业发布投资者来访接待记录表, 其中提到, 今年春节整体动销动销好于节前预期, 国缘V3、四开和对开销量较好, 淡雅和单开在100-200元的价格带也取得不错增长。区域方面, 省内重点市场淮安和南京发货、回款进度较为理想; 苏中、盐城等地增长快于省内平均增速。</p> <p>3. 23年目标跟踪: 公司预计23年收入目标100亿。</p>	<p>浙江大商: 今世缘国缘价格下行, 因为江苏库存太大、压货太多, 厂里对客户的授信在3月到期, 很多客户在加快出货。四开批量拿货跌破400元, 对开230-240元, 对浙江冲击比较大。</p>
古井贡酒	<p>23年春节回款当前进度45%, 节后库存保持低位。①本周古20/古16/古8/古5批价分别为580/350/220/120元, 保持稳定。②据近期调研反馈, 春节期间献礼/古8等产品表现优异; 春节后古8及以上表现相对好, 春节期间产品结构前低后高, 回款较去年实现同比增长, 且省内优于省外。③23年目标跟踪: 公司23年报表端收入目标200亿。22年预计古5增速优异, 古8/16增速可达40-50%, 古20增速预计约30%。</p>	
口子窖	<p>口子窖: 23年春节回款基本完成, 库存平均1个月左右。①本周口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/310/210/120元, 春节期间批价稳定。②3日, CCTV品牌发布, 口子窖举办“兼系列”白酒专家品鉴会。③据本周渠道反馈: 兼香系列正逐步导入流通渠道, 渠道改革进行时, 新兼香10/20年开票</p>	

	<p>价 270/370 元，终端价 330/488 元（分别返利 40-60/60-80 元不等，返利力度会逐步减小），提价幅度较大，皖南率先实现兼香导入；另外，自 3.1 开始，二批商将正式归为一批商，经销商主要承担配送职能。④23 年目标跟踪：预计 23 年收入增速约 15%。</p>	
迎驾贡酒	<p>23Q1 回款节前完成，库存平均 1-1.5 个月左右。①本周洞 6/9/16 促销底价 115/200/290 元，节后批价格略降。②据本周调研反馈，春节期间动销符合公司预期，节后正在陆续补货，目前库存处于合理范围内。公司通过合六准、皖北、皖西南、皖南等市场建设，不断推进产品规划，实现全省布局。③据本周渠道调研反馈，合肥区域洞 16/20 统收归直营公司运作；④23 年目标跟踪：预计 23 年收入增速约 25-30%。</p>	<p>合肥大商：目前公司主要战略是聚焦洞藏，主推洞 16、洞 20 等高端产品。合肥地区消费升级比较明显，300、500 元左右产品的自点率很高。今年经济形势向好的情况下，聚会、商务宴请等活动增多，我们合作的酒店周五~周日包厢基本坐满、大厅有翻台的迹象，往好的方向发展，酒水补货次数比以前多。</p>
山西汾酒	<p>23 年春节回款进度约 35%，库存平均 1 个月内。①青花 30 复兴版/青花 20/老白汾 10/老白汾 15/玻汾批价分别为 800/360/120/160/42 元，近期汾酒在控货下批价表现稳定。②据此前渠道反馈，随着 20 天停货执行，库存稳步下降，下一步将升级老白汾&推出文创产品，23 年开始全面铺设献礼版玻汾。③23 年目标跟踪：市场预期 23 年整体业绩目标增速>20%；省外整体业绩目标增速>30%。</p>	<p>浙江大商：汾酒稳定，节前库存不大，节后需求上行。青花 20 高度批价 400-410 元，低度低 30 元。玻汾今年配额没有增加，批价坚挺，终端价格没有波动。</p>
酒鬼酒	<p>23 年春节回款进度 30%，发货进度 10%+，库存平均 2 月+。①本周省内内参酒/老红坛批价稳定在 780-810/285 元左右，保持稳定。②据此前渠道反馈：考虑到 23 年 2-3 月将继续加速发货，预计公司 23Q1 业绩仍能保持在-5~-10%左右。③23 年目标跟踪：考虑到 23 年内参放量或>800t+红坛增速或>50%，全年收入增速有望达 15%+目标。</p>	<p>河南酒鬼酒</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 做了很多客户调整，取消部分不适合发展的客户，在空白区域扩招。 2. 彻底解决库存问题还需要时间。 3. 最近价格还在底部，但是很多人去囤货，等着批价回升赚差价。
舍得	<p>23 年春节回款进度 20%+，库存平均 2 个月。①本周舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约 150/350/480 元左右，环比持平。②23 年目标跟踪：23 年公司预计回款百亿，业绩增速>30%。</p>	



【啤酒】



本周啤酒涨幅靠前，主要系 2 月销量普遍超预期。单 2 月青啤销量同比+18%，华润、燕京增长双位数，百威中国增长 20%，重啤正增长，主要系：1) 春节提前，导致 1 月的补库存推迟至 2 月。1-2 月青啤销量+5%，华润预计中个位数，燕京中大个位数，重啤有增长。2) 消费复苏韧劲强。

【青岛啤酒】据渠道反馈，2 月份销量约 65 万吨，同比增长约 18.5%，1-2 月份销量合计增长 5% 左右，2 月娱乐、餐饮渠道增长超 20%，纯生及经典表现均较优，当前库存接近 1 个月，保持良性，主销区域均实现较快增长。

【重庆啤酒】1 月销量下滑，春节前后动销持平或优于去年。据渠道反馈，1-2 月乌苏在江西、浙江、广东等区域表现较优，1664 部分区域实现翻番高增，乐堡表现较优，当前渠道库存良性。

【华润啤酒】据渠道反馈，2 月销量双位数增长。喜力表现优于整体，其中福建、浙江、粤东区域喜力表现较优，1-2 月实现双位数以上增长，23 年锚定 30%+销量增长，渠道信心较足。

啤酒板块当前具有五大看点：

1) 看点 1：气温回暖较早，啤酒旺季或提前

2 月国内主要省会城市平均气温为 8.83 度，同比提升 43%，气温回暖较早，驱动啤酒节后动销超预期，啤酒旺季或有望提前！

2) 看点 2：现饮场景恢复，低基数下 23Q2 有望迎高增

青啤 2 月动销恢复超预期，且当前库存水平正常，2 月娱乐渠道、餐饮渠道恢复较快，啤酒显著受益于现饮场景恢复。22 年 3-5 月受疫情影响多地实施封控，低基数下 23Q2 有望迎销量高增。

3) 看点 3：高端餐饮及娱乐渠道复苏、高端化加速升级

疫情压制下 20-22 年啤酒高端化升级持续，预计 23 年伴随高端餐饮及娱乐渠道恢复，主要酒企高端化升级有望加速，对标海外高端化空间仍大。①重庆啤酒：23 年乌苏有望恢复较快增长；②青岛啤酒：预计 23 年纯生销量或有望恢复双位数以上较快增长，白啤销量有望维持高增，经典有望维持高个位数较快增长。

百威中国反馈，2 月底餐饮、夜场已接近 100%开放，3-4 月将普遍进入低基数，有望带来高弹性。

4) 看点 4：23 年成本增幅或下降，盈利提升可期

2023 年 2 月 20 日玻璃、瓦楞纸、铝价格同比下降 27%、18%、19%，环比 23 年 1 月 20 日变动+3%、-2%、+1%，同比显著回落。预计 23 年吨成本涨幅为 2%-3%，吨价提升中高个位数，盈利能力有望提升。成本或好于预期，大麦 23 年锁价基本完成，包材滚动采购（普遍在 3-6 个月，重点看旺季）。华润仍预计 23 年直接材料成本上涨 5 亿以内，大麦上涨 15-20%，铝材、玻璃、纸箱预判下滑单位数，测算得吨成本增幅在 2%左右。百威 22 年吨成本内生+7.7%，22Q4 内生+5.6%，预计 23 年成本涨幅会小很多，且 H1 多、H2 小很多，成本+3.5%（吨成本或更低）。

5) 看点 5：啤酒旺季行情历经三大阶段，23 年数据验证期有望提前

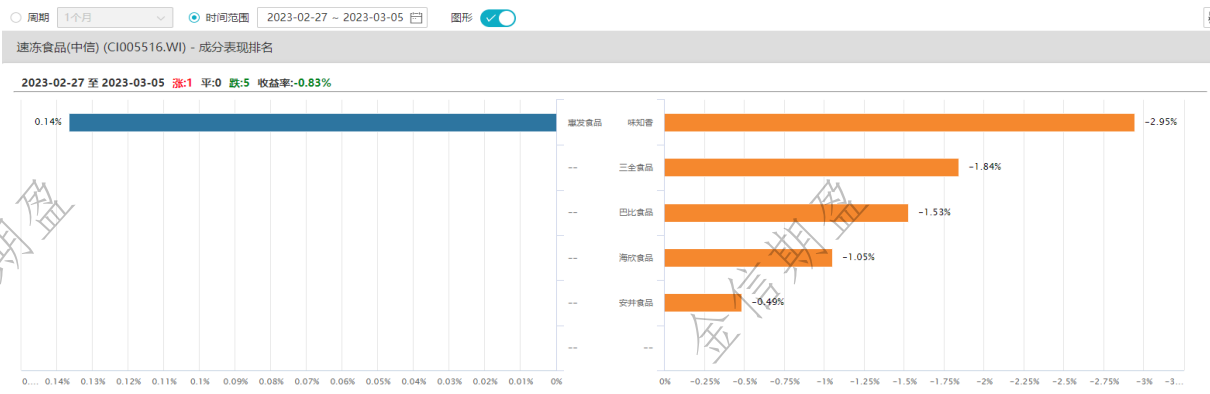
复盘啤酒近年旺季股价变化节奏，均经历预期先行（2-5 月）-数据验证（5-7 月）-持续性研判（7-9 月）三大阶段，在气温回暖较早&低基数下，23 年啤酒数据验证期有望提前。

1. 华润预期差在于喜力（渠道反馈目标+50%，70%销量聚焦在 3 个核心市场，23 年全国大客户都要导入喜力，且是喜力 150 周年庆，集团的重视程度、营销费用投放都会加大）、SuperX（纯生多个市场缩费用+12-13 元全麦纯生上市带动价格带上移，SuperX 具备提价空间，基地市场升级逻辑将持续验证）、金沙（白酒景气度提升，酱酒行业洗牌）、费率（事业部制试点有望体现成效、费效比持续提升）。

2. 重啤低基数更多出现在 6 月及以后，2 月起，北京、福建、上海等区域继续调整渠道，新疆团队撤出、CIB 接管，且招商数量增加，人员管理精细化程度提升，福建电商平台价格也有回升，重点看 3 月能否完成渠道调整、乌苏提价传导。

3. 燕京改革决心坚定、斗志满满，建议用终局思维。青啤在高端大单品略有欠缺，白啤 22 年不足 15 万吨，业绩拉动有限，但胜在经典增长稳健、估值有性价比。

【速冻食品】

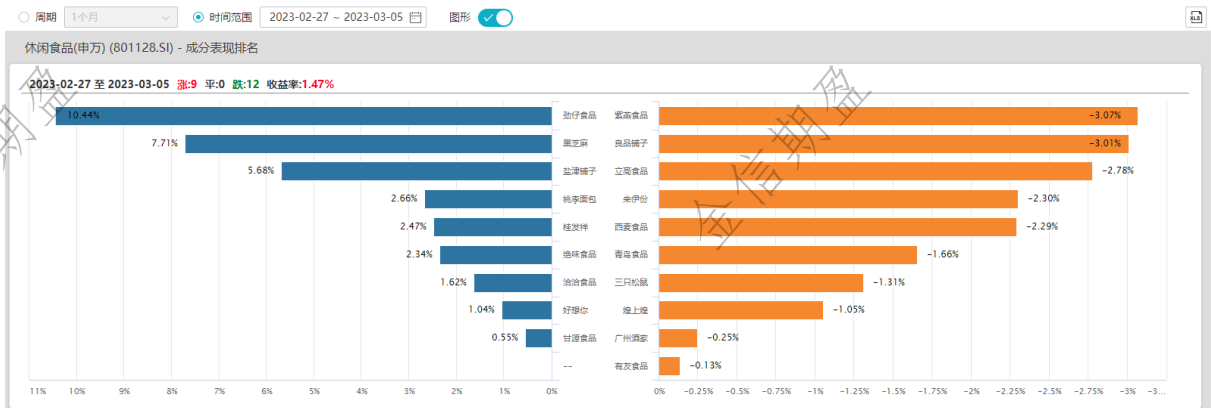


【安井】

主业营收增长率：10%-20%，在净利率为 9%，市值为 473 亿的条件下，PE 的变动不大。

		10% 净利率		8.50% 20230303 市值		473					
		10%		8.50%		473					
		10%		8.50%		473					
敏感性分析 (PE)		38.04838029	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%	22.50%	25.00%	27.50%	30.00%
		8.50%	38.04838	37.418294	36.808737	36.2187205	35.647321	35.093671	34.55695537	34.03641	33.53131
		8.75%	36.96128	36.3492	35.757058	35.18389992	34.628826	34.090994	33.56961379	33.06394	32.57328
		8.50%	36.96128	36.3492	35.757058	35.18389992	34.628826	34.090994	33.56961379	33.06394	32.57328
		9.00%	35.93458	35.3395	34.763807	34.20656937	33.666914	33.144022	32.63712452	32.1455	31.66846
		9.25%	34.96338	34.384378	33.824244	33.28206749	32.756998	32.248238	31.75504007	31.2767	30.81256
		9.50%	34.04329	33.479526	32.934133	32.40622361	31.894971	31.3996	30.91938112	30.45363	30.0017
		9.75%	33.17038	32.621077	32.089668	31.5752948	31.077152	30.594482	30.12657648	29.67277	29.23243
		10.00%	32.34112	31.80555	31.287426	30.78591243	30.300223	29.82962	29.37341207	28.93095	28.50162
			40	11.31%		40	18.81%				

【休闲零食】



休闲零食电商平台数据

【中信食品】2023M2 淘系平台 GMV 跟踪

- ▲ 粮油调味/速冻行业 2 月同比+11%，海天-5%、中炬+62%、千禾+51%；空刻-4%、三全+50%、安井-21%。
- ▲ 粮油调味/速冻行业 1-2 月同比-20%，海天-39%、中炬+9%、千禾+9%；空刻-20%、三全+86%、安井-16%。
- ▲ 保健品行业 2 月同比+35%，汤臣主品牌+49%、life space+36%、健力多+35%、Swisse+64%。
- ▲ 保健品行业 1-2 月同比+12%，汤臣主品牌+43%、life space+68%、健力多-9%、Swisse+27%。
- ▲ 液奶行业 2 月同比-1%，伊利+10%、蒙牛-2%、新希望+76%；奶酪行业 2 月同比-23%，妙可-38%。
- ▲ 液奶行业 1-2 月同比-29%，伊利-2%、蒙牛-27%、新希望+14%；奶酪行业 1-2 月同比-36%，妙可-37%。
- ▲ 零食行业 2 月同比-1%，洽洽+6%、卫龙+25%、松鼠-37%、良品-6%、盐津+194%、甘源-16%、劲仔+72%。
- ▲ 零食行业 1-2 月同比-30%，洽洽-24%、卫龙-5%、松鼠-52%、良品-32%、盐津+83%、甘源-44%、劲仔+22%。

2021 年线上渠道占比：

	海天	中炬高新	千禾味业	安井食品	三全	盐津	良品铺子	甘源食品	劲仔食品	洽洽食品	三只松鼠
线上渠道占比	2.98%	1.41%	19.94%	1.97%	2.29%	6.08%	53.13%	13.66%	18.71%	9.52%	66.31%

【甘源食品】

1. 天风甘源：订单口径看，1 月订单下滑 20%，2 月增长 50%，1+2 月订单预计持平；我们预计 Q1 订单口径增长大概有 10%-15% 的增长，但我们考虑到 12 月份部分货品是在 1 月份发出，预计报表端口口径会远大于订单口径的增长。

2. 国盛甘源：根据渠道反馈，1-2 月订单口径基本打平，其中 2 月订单同比 40%-50%，考虑发货错期我们预计 Q1 仍有望实现 25% 左右的收入弹性，利润考虑棕榈油下降及安阳工厂减亏，有望实现翻倍增长。

3. 天风甘源：会员店与零食专营渠道维持稳健增长，春节动销良好，一季度会抢市场，春节不允许向经销商压货，库存不大，会员店、零食专营等新渠道月销规模保持稳健增长，传统渠道老三样增长预计持平。公司有信心：1) 电商渠道比 21 年翻一番，23 年达到 5 亿；2) 零食专营渠道，23 年至少增加 2 亿，22 年渠道规模接近 1 亿；3) 高端会员店，23 年至少增加 1 亿，22 年 2 亿+，全年一直在进店，目前跟盒马整个 300 多家店谈成了二十几款产品正在进驻；4) 流通和特渠，23 年至少增加 1 亿，去年 8000 万。

1. 国盛盐津：1-2 月预计同比 30% 左右，其中折扣店和电商淡季仍维持 4kw&5kw 月销，1 月在春节错期情况下依旧实现同比双位数增长。

2. 天风盐津：23 年春节公司按年货计划备货，腊月二十七仍开工，初六即复工，春节期间整体出货情况好。23 年公司经营信心强，收入目标不低于 32.5 亿，扣非后净利润目标不低于 4.6 亿，23 年

净利润增 40%+可达成业绩考核目标，预计一季度维持稳健高增。凭借强供应链以及新渠道的顺畅合作，后续新渠道有望带来超预期机会。

23 年扣非归母 4.6 亿元，20230303 市值 168 亿，23PE 36.5X。

【洽洽食品】：2 月预计同比+80-90%（瓜子 90%&坚果 50%）。1+2 月合计同比-10%以上。Q1 预计收入表现相对平淡。

春节以来在终端市场表现良好的情况下因为春节较早，发货物流的时间有所限定，工厂端由于发货时间比去年少了 10 天，国葵坚果增速预计均有下滑，2 月出货快速恢复，前两月收入端预计持平略降，但是经销商目前库存都处在低位，节后出货情况良好。当前公司估值具备性价比，经营上逐步转好，看好公司后续零食专营渠道等新渠道持续拓张。

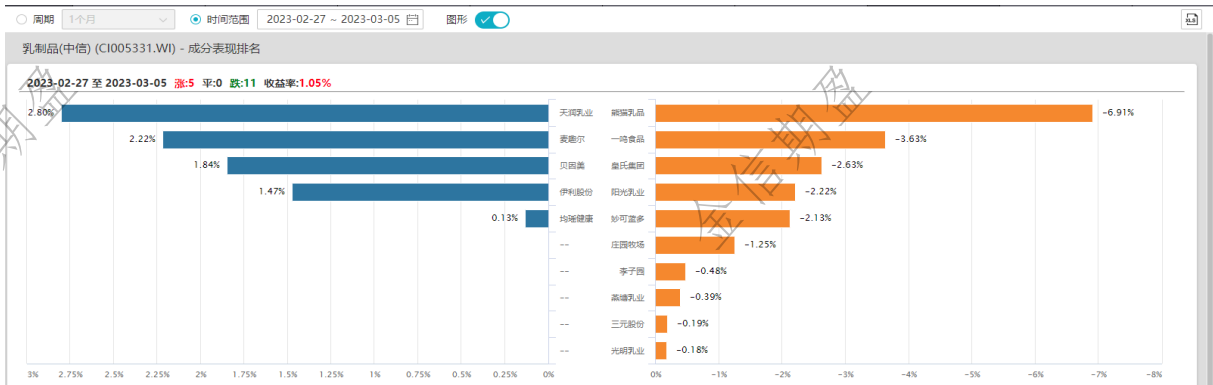
【国盛劲仔】：渠道反馈数据势能较优，其中 1-2 月增速 50%+，Q1 或有望实现 40%+收入弹性，小零食中动销势能较佳。从渠道角度看，公司全年仍以大包装推进，在未给零食折扣店预期下，产品驱动下势能较佳，全渠道构建下中长期成长性可期。

【天风劲仔】：公司整体经营状况稳中向好，22 年大包装战略持续推进，春节后经销商进货意愿良好，预计 23 年前两个月继续维持环比逐季爬坡趋势，预计 23Q1 收入增速 35%-40%。我们认为 23 年公司新品持续布局，更多鱼制品相关新品有望推出，鹌鹑蛋等新品快速起量，另一方面目前零食专营渠道刚刚起步，随着更多 SKU 陆续铺货零食渠道公司拓展有望持续。

【国盛良品铺子】：顺周期下大店可期+投资赋能下折扣店下沉布局。1+2 月单店和 2022 年接近，恢复至 2019 年 9 成水平，其中购物中心表现较优。3 月推出第六代大店业态，引入咖啡烘焙等，门店结构升级下主业弹性可期。折扣店下除零食顽家 500 家展店目标外，也投资赵一鸣等品牌，实现多品牌矩阵运行。

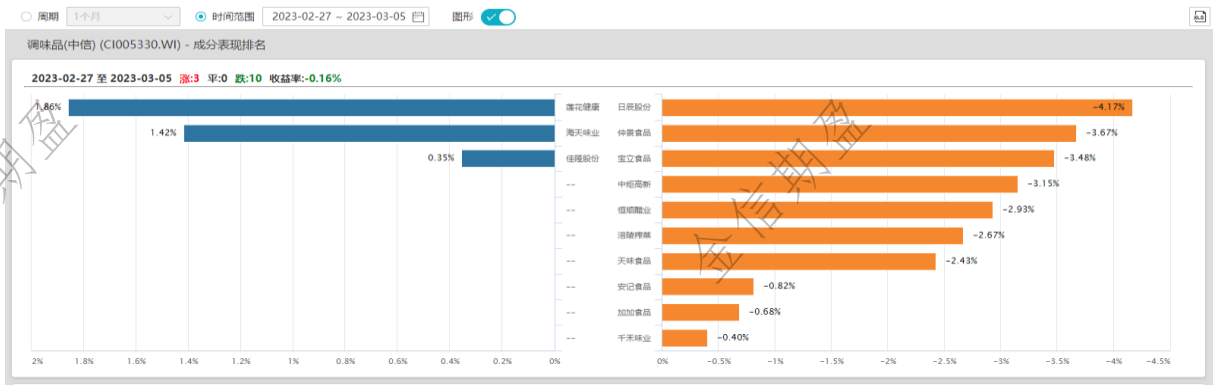
【天风良品铺子】：1-2 月整体同比持平略增，其中由于门店数量增加+店均提升约 10%，线下同比增长明显，单店方面老店未恢复到 19 年水平，与 21-22 年差不多。公司 23 年线下加快大店拓展，计划新开 1000 家大店，同时老店 1000 家翻新成大店，品类上加入咖啡和烘焙等新的品类，咖啡类引流，烘焙类畅销款和零食形成组合。目前大店试点效果良好，店均较改造前销售额提升 30%以上。看好公司 23 年门店拓张及零食专营渠道发展。

【乳制品】



【伊利股份】礼赠场景恢复下，1+2 月动销良好，产品结构持续升级，多品类如金典、安慕希、舒化、成人粉增速快于整体；考虑到部分春节发货体现在 Q4，预计 Q1 平稳恢复，年内或逐季改善。

【调味品】



【海天味业】预计 1+2 月发货进度 18%，增速基本持平。2 月底库存约 3 个月，餐饮端动销好于居民渠道。预计 Q1 低个位数增长。

【中炬高新】预计 1+2 月份发货接近 10%，2 月底主销区库存 1.6 个月，基本恢复到疫情前健康良性状态。预计 Q1 约 10% 增长。

【千禾味业】预计零售事业部 1+2 月份发货 35%+，全渠道库存约 1.8-2 个月（其中传统渠道库存不到 1.5 个月），Q1 预计增速 35%+。

【软饮料】

【香飘飘】近日公司新品陆续上市，重点新品黑乌龙乳茶（瓶装）、冻柠茶（瓶装）的流通渠道铺设正持续进行，同时与 oatly 联名款燕麦奶茶预计 3 月进入山姆渠道，即饮板块加速布局；另外，冲泡板块春节期间恢复较好，业绩改善趋势显著。

【浙商食饮||杨骥】香飘飘更新：meco 果汁茶新品推出，香飘飘即饮产品线全新出发（20230302）近日公司新品陆续上市，即饮板块加速布局。近日 MECO 果汁茶联名熊猫逃逃，带着全新春日限定口味袭来（竹香青梅果汁茶），当前公司重点新品黑乌龙乳茶（瓶装）、冻柠茶（瓶装）的流通渠道铺设正持续进行，同时与 oatly 联名款燕麦奶茶预计 3 月进入山姆渠道。我们认为即饮板块在“消费场景修复+加大费用投放+单设事业部+明确产品矩阵重点推新+推出 PET 瓶装”下，有望迎来第二增长曲线的加速发展。冲泡板块春节期间恢复较好，业绩改善趋势显著。受益于冲泡产品春节期间动销旺盛（具备礼品属性），节后补库存需求明显，库存水平良性，考虑到年初公司提价+成本端下行，盈利端有望迎恢复性增长。【盈利预测】预计 23 年收入/净利润增速分别为 28%/45%，对应 PE 29X。

【李子园】公司 1 月发货量较少，元宵节后快速回暖，总体销量 2 月同比实现较大增幅，1+2 月已基本实现同比正增长，预计 23Q1 业绩实现个位数增幅。今年新品收入占比目标 15%，全国化加速拓展；提价红利释放+成本端，利润率弹性大。

【大力推荐李子园】

差异化的产品：二十余年深耕含乳饮料市场，2017 至 2021 年，公司含乳饮料产品 CAGR 为 25.35%，含乳饮料兼具饮料和乳制品双重属性，李子园与乳业龙头以及饮料形成错位竞争，公司作为细分行业的龙头优势明显，未来份额有望持续提升。

公司激励充分，产能投放添力。核心团队经验丰富，员工持股利益绑定，自有产能释放更是提供了效率的保障。

招商有望超预期：在渠道利润方面，公司严控产品价格红线，同时通过返利补贴等提升渠道利润，高渠道利润保证经销商粘性，在消费修复的顺周期背景下，高渠道毛利有利于拓展经销商和全国化；

提价+成本控制带动利润率上行。在生产端随着公司自有产能的逐步达产，效率提升；成本端通过强成本管理+产品提价进一步抬升盈利水平。

【推荐逻辑】：

#一、成长性改善

1.1 现制茶饮与出行复苏强关联，复苏敏感性极强、弹性大。街边饮食，人流回复即成交提升。应先因素单一。回复立竿见影。

1.2 低租金商业环境持续，消费修复需要时间。

1.3 奈雪上市后在手现金相对充足。

1.4 茶饮门店可复制性显著优于其他餐饮业态。

【变化 1：低租金环境+需求确定性快速修复+在收现金充分+开店难度小=扩张提速】

#二、单店模型改善

2.1 自动化起效果。目前自动制茶机及自动排班机已实现全面布局。

2.2 数字化起效果。自动排班机器合理安排兼职员工上班时间，单店员工数量减少 30%以上。

2.3 店铺小型化持续推进，进一步优化租金费用率。

【变化 2：自动化提效+单店员工减少+店铺小型化租金减少=单店盈利能力提升】

#三、总体影响

【单店模型改善×扩张提速=成长能、力盈利能力双升】

强烈推荐、坚定买入，看 50%空间。

【呷哺呷哺】： 净收入 2.7 亿，同店同比较 22 年增长 7.0%； 翻桌率 23 年 2.2 翻，22 年 1.8 翻；新开店 2 家，广州 1 家，郑州 1 家。

【湊湊】： 净收入 2.3 亿，同店同比较 22 年下降约 10%；翻台率 23 年 2.2 翻，22 年 2.2 翻；新开店 2 家，上海 1 家，广州 1 家。

【趁烧】： 净收入 81.8 万元，人流 6700+，环比上涨 9.8%；翻台率 23 年 4.2 翻，环比提升 1.2 翻。

海外：香港净收入 2,005.3 万港币，同店同比增长 298.5%；凑凑翻台率 2.2 翻。新加坡净收入 127.3 万新币，同店同比增长 113.1%；呷哺翻桌率 3.5 翻，凑凑翻台率 1.9 翻。

上周宏观市场回顾

1. 2 月 PMI 数据

2023 年 3 月 1 日，国家统计局公布 2023 年 2 月 PMI 数据，制造业 PMI 52.6%，前值 50.1%；非制造业 PMI 56.3%，前值 54.4%。建筑业、服务业的商务活动指数分别为 60.2%、55.6%，分别高于上个月 3.8 个、1.6 个百分点。

1) 制造业 PMI 录得十年新高，显示经济仍处于疫后高速复苏阶段。三大行业 PMI 均延续了回升势头，回升斜率高、水平更高；新出口订单指数环比从 46.1 回升至 52.4，21 年 4 月之后首次重返 50 以上，更是 2011 年 3 月以来的最高水平。

2) 今年以来的复苏结构总体均衡，2 月生产强于需求，制造业阶段性被动补库存。统筹 1-2 月，生产和需求的复苏总体均衡，生产稍强于需求。

3) 产成品价格涨幅高于原材料价格，制造业利润结构继续向下游倾斜。

4) 从绝对景气度看，制造业、非制造业分别处于 2009 年、2013 年以来的同期高点。由于 1 月在低基数基础上环比已有跃升，2 月就不能再解释为基数因素；它更主要对应的是疫情达峰叠加信贷扩张的背景下，2023 年经济景气度高开。全年 GDP 增速目标预期在 5.5% 以上，既有积极财政货币政策的持续呵护，或许外需也会明显超预期。

2. 政府工作报告释放九大信息

2023 年 3 月 5 日上午，十四届全国人大一次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》，全面总结 2022 年工作成绩、明确 2023 年经济工作目标和具体任务。

1) 高度肯定去年和过去五年成绩，对形势的判断突出风险和预期不稳，稳增长是政策首要目标。

2) 5% 左右的 GDP 增速目标有利于提振信心，就业目标进一步增强，赤字率和专项债安排均高于去年。

表1: 历年政府工作报告目标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<u>GDP 增速</u> (%)	7.5%	7%	6.5-7%	6.5%	6.5%	6-6.5%	未设定	6%	5.5%	5%
<u>CPI 增速</u> (%)	3.5%	3%	3%	3%	3%	3%	3.5%	3%	3%	3%
<u>城镇新增就业</u> (万人)	1000	1000	1000	1100	1100	1100	900	1100	1100	1200
<u>城镇调查失业率</u> (%)					5.5%	5.5%	6%	5.5%	5.5%	5.5%
<u>城镇登记失业率</u> (%)	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.5%	未设定	未设定	未设定
<u>粮食产量</u> (万亿斤)	未设定	1.1	未设定	1.1	未设定	未设定	未设定	1.3	1.3	1.3

资料来源: 中国政府网, 浙商证券研究所

3) 财政政策加力提效, 赤字和专项债合计 7.68 万亿, 减税降费从追求规模到效果, 宏观税负不能再降了。

4) 货币政策“精准有力”, 着力扩大内需、推动高质量发展、纾困房地产风险。

5) 促进消费和扩大有效投资, 增强经济内生增长动能。

6) 高度重视房地产, 房住不炒基调不变, 支持优质房企融资, 化解房地产市场风险。

7) 定调子、强信心: 真招实策支持民营经济。

8) 数实结合: 平台经济、数字经济再繁荣。

9) 社会政策要兜牢民生底线, 落实落细就业优先政策, 积极应对人口老龄化。

3. 近期债市再观察

1) 山东省债务压力受到市场广泛关注。2022 年以来, 山东省部分地区出现非标及商票逾期现象, 地域利差有走阔趋势, 因此受到市场广泛关注。进入 2023 年后, 山东省部分地区舆情的发生则再次挑动市场情绪, 引起较大反应的原因一方面是舆论的热议, 但山东省自身的债务压力也更不能忽视。

2) 信用市场净融资端表现明显回暖。2023 年以来信用市场表现较为亮眼, 整体来看, 2 月信用债发行达 8893 亿元, 偿还规模为 5557 亿元, 实现净融资额 3336 亿元, 为 2022 年 3 月以来单月最高

值。城投债：2 月城投债发行规模为 4142 亿元，偿还规模为 2004 亿元，偿债压力相对较小，净融资规模 2139 亿元。产业债：2 月产业债发行达 4751 亿元，偿还规模为 3554 亿元，净融资额为 1197 亿元，净融资额回暖明显，且超过半数的板块在 2 月实现净流入。

表 4：2 月不同板块产业债净融资（亿元）

行业	当月发行量	同比变动	当月偿还量	同比变动	净融资额
综合	1001	12%	591	44%	411
公用事业	783	-32%	589	-8%	194
采掘	240	33%	73	47%	167
其他	193	-	33	560%	160
通信	155	122%	0	-	155
建筑装饰	344	125%	196	142%	148
交通运输	467	-19%	340	-9%	127
食品饮料	72	-30%	23	53%	49
机械设备	65	-51%	30	-54%	35
房地产	335	32%	307	60%	29
休闲服务	23	-8%	5	67%	18
建筑材料	67	235%	55	-	12
农林牧渔	11	-	1	-	10
传媒	25	26%	23	130%	2
国防军工	0	-100%	0	-	0
计算机	0	-	0	-	0
家用电器	0	-100%	0	-	0
轻工制造	0	-	0	-100%	0
电气设备	5	-67%	9	-10%	-4
纺织服装	0	-100%	6	-40%	-6
钢铁	118	-44%	124	21%	-6
汽车	0	-100%	14	-56%	-14
电子	15	-25%	30	67%	-15
医药生物	117	10%	138	137%	-22
商业贸易	135	-26%	159	182%	-24
非银金融	438	3%	470	120%	-32
有色金属	50	-72%	139	117%	-89
化工	92	-56%	199	167%	-107

3) 2 月信用利差整体呈现下行趋势。由于 2022 年末债市调整使得信用利差抬升至较高位置，因此进入 2023 年后信用利差整体处于下行区间。整体来看，1 年期信用利差已压缩至较低位置，部分等级已基本到达调整前水平。城投债：投资者对于城投债配置更为保守，城投板块出现一定等级分化，高等级城投债利差下降更为明显，且处于更低的历史分位水平。产业债：产业债利差整体处于下行趋势，且短端表现也相对更优，但与城投板块不同的是，低等级产业债信用利差处于相对更低的位置。

表 6: 2 月城投债利差表现 (bps)

	当前水平			较月初变动(bps)			历史中位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	34.74	33.37	40.43	-10.60	-19.59	-27.13	68.95	57.58	64.27	6.60%	10.00%	9.70%
AA+	45.34	51.31	62.43	-17.60	-38.59	-32.13	88.74	77.62	90.17	8.70%	15.60%	15.40%
AA	57.34	99.81	121.93	-44.60	-40.59	-30.13	109.97	108.70	127.50	9.70%	43.40%	47.80%

表 7: 2 月产业债利差表现

	当前水平			较月初变动(bps)			历史中位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	34.60	35.43	47.86	-9.13	-16.52	-16.98	52.78	46.25	50.97	12.80%	23.80%	42.40%
AA+	44.73	58.67	76.53	-16.13	-30.52	-31.98	85.16	80.73	92.14	6.10%	21.50%	32.20%
AA	55.73	94.67	119.53	-35.13	-28.52	-23.98	112.41	121.97	143.23	3.20%	24.60%	26.10%

4) 信用展望: 无需惧怕, 依然进取。进入 2023 年后, 机构投资者在期限选择上青睐防守策略, 但短端债利差已被压缩至低位, 信用配置另辟蹊径的必要性凸显; 城投板块中低等级利差明显高于高等级, 打开了资质下沉的收益空间, 而在稳增长的大背景下, 预计大部分风险事件将得到“有力根治”, 可适当下沉资质以挖掘超额收益; 产业债: 煤炭、钢铁行业仍有机会; 地产债: 不同资质的房企所面临的政策或将有所区别, 市场表现料将继续分化, 关注优质房企和信用修复企业。

4. “权威部门话开局”系列主题新闻发布会: 央行

3 月 3 日上午, 国务院新闻办公室举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会, 中国人民银行行长易纲, 中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜和中国人民银行副行长刘国强介绍“坚定信心、守正创新, 服务实体经济高质量发展”有关情况, 并答记者问。

发布会要点:

1) 目前实际利率的水平比较合适

易纲表示, 目前货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的, 实际利率的水平也比较合适。

关于降准, 易纲表示, 2018 年以来中国人民银行实施 14 次降准, 把平均的法定存款准备金率从近 15% 降至不到 8%。“不到 8% 的法定存款准备金率, 不像过去那么高, 但是用降准的办法来提供长期的流动性, 支持实体经济, 综合考虑还是一种比较有效的方式, 使整体流动性在合理充裕的水平上。”

2) 预计 2023 年我国通胀水平总体保持温和是主基调

3) 四方面推进人民币国际化

潘功胜在回答中国证券报记者提问时表示，当前人民币国际化面临一些比较好的环境和机遇。下一步，中国人民银行将认真贯彻落实二十大精神，以市场驱动、企业自主选择为基础，统筹好发展和安全，有序推进人民币国际化。

具体而言，潘功胜介绍，主要工作重点有四点：一是聚焦贸易投资便利化；二是加快金融市场向制度型开放转变；三是支持推动离岸人民币市场的健康发展；四是提升在开放条件下跨境资金流动的管理能力和风险防控能力。

4) 支持刚性和改善性住房需求，完善房地产金融基础性制度和宏观审慎管理制度

潘功胜介绍，从 2021 年下半年以来，以恒大为代表的部分房地产企业由于长期“高杠杆、高负债、高周转”经营，患上了严重的“高血压”，资产负债表持续处于高风险状态，最终不可持续出现风险。加上房地产市场中长期需求中枢水平下移，以及持续三年的疫情冲击对就业、收入预期影响较大，多重因素的叠加放大了房地产市场风险的外溢性。

“随着疫情形势的好转和疫情防控政策的调整，前期出台政策的作用空间和作用效果大大改善。”潘功胜说，近一段时期，市场信心加快恢复，房地产市场交易活跃性有所上升，房地产行业尤其是优质房地产企业的融资环境明显改善。

潘功胜强调，下一步，中国人民银行将认真贯彻落实党的二十大和中央经济工作会议部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，认真总结和吸取中国房地产市场发展过程中的经验和教训，会同相关金融部门抓好已出台各项政策落实落地，支持刚性和改善性住房需求，支持新市民住房需求，支持租购并举的住房市场发展，完善房地产金融基础性制度和宏观审慎管理制度，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

5) 将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕、广义货币和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配

6) 整体金融风险是收敛的 总体风险可控

5. 经济高频数据

海通宏观高频同步指标：受春节错位影响，截至 3 月 5 日，2 月和 1 月

生产同步指标（HTPI）分别为 5.92%和 -0.27%，2022 年 12 月值为 1.96%；

出口同步指标（HTEXI）分别为 0.15%和-12.01%，2022 年 12 月值为-8.41%；

消费同步指标（HTCI）分别为 8.82%和-7.23%，2022 年 12 月值为-3.08%。

6. 其他宏观关注点

1) 中国两会

2) 黑石违约

3) 2022 年国内生产总值超 121 万亿元，增长 3.0%