

2月以来小盘成长指数涨幅明显，主题炒作热度较高，在外部风险扰动增多的环境下，市场心态不稳定凸显，对扰动过度反应，市场依然延续去年黑天鹅多发环境下的思维惯性，随着基本面预期重构并上修，外部扰动并不会构成实质性影响，投资者将重新凝聚共识，短暂波动提供调增仓的良机，建议继续坚守成长洼地，提高半导体和信创板块的配置优先级。一方面，去年的经历和近期看短做短的交易特征下，市场共识尚未形成，市场心态不稳放大了近期扰动的影响；实际上，美国通胀黏性推升加息预期，但不改美元加息收尾的趋势；内外宏观流动性扰动增多，但对市场流动性实质影响有限。另一方面，国内宏观高频数据结构虽有分化，但总体仍延续正常修复的节奏，且房地产景气恢复将逐步传导，提升经济修复弹性；同时，政策预期已趋于理性，经济内生恢复动能增强，基本面预期还有上修空间，市场将重新凝聚共识，短暂的过度反应将很快得到修正。

市场心态不稳放大了短期扰动影响

而这些因素实质影响有限

1) 国内投资者心态不稳定，对近期扰动因素反应过度。2022年10月A股已进入全面修复通道，2月以来小盘成长指数涨幅较大，活跃资金定价特征明显，且看短做短的交易偏多，部分热门板块也存在获利了结的诉求。在2022年经历诸多风险事件叠加之后，投资者依然延续了思维惯性，心态依然不稳，对近期内外风险扰动过度反应。A股主要宽基指数近两周短期波动率和换手率都在提升，并且2月以来浮盈较多的光模块、AI、云计算、充电桩等概念股在最近2个交易日出现明显回撤。实际上，近期偶发事件虽扰动中美关系，但双方均已释放降温信号；中伊近日签署联合声明也是持续深化“一带一路”合作之举，地缘政治因素虽对市场有短期扰动，但边际影响正逐渐缓和。

2) 美国通胀黏性推升加息预期，但不改美元加息收尾的趋势。美国2023年1月CPI同比上涨6.4%，是2021年10月以来最低值，但环比上涨0.5%超预期；在能源价格反弹的背景下，1月PPI环比上涨0.7%同样超市场预期。通胀同比读数继续回落，但节奏变缓，黏性较强，下行路径将较为坎坷，这推升了市场对美联储加息的预期。截至2月18日，CME Fedwatch Tools显示3月加息25bps 概率81.9%，仍是最高概率，但加息50bps的概率在披露通胀数据的一周内从9.2%快速上升至18.1%。美国本轮通胀中“薪资-物价”传导势头未强化，通胀虽有黏性，但下行趋势相对确定，我们预计美联储或在5.25%左右暂停加息，年内降息概率相对有限。

3) 内外宏观流动性扰动增多，但对市场流动性实质影响有限。国外方面，美联储加息预期上修影响了海外流动性预期，截至2月17日，10年期美国国债收益率从月初的3.39%反弹至3.82%，美元指数从101.2反弹至103.9，人民币兑美元的在岸和离岸汇率均回落至6.87附近。基本面相对优势是外资增配A股的主导因素，一致预

期显示，2023年沪深300EPS增速14%，明显高于标普500的2%，沪深300%动态估值所处的分位在全球主要指数对比中也偏低，且相比内资，近期外资的心态和流入更稳定。国内方面，近期银行间市场流动性阶段性紧张，DR007数次达到2.3%左右，央行通过加量MLF和逆回购方式平抑了波动。预计央行今年依然会主动呵护银行间市场，创造平稳的流动性环境，且稳增长目标下后续货币政策仍有宽松空间。国内外宏观流动性预期的扰动对A股市场流动性的实质影响有限。

国内经济内生增长动能强化

数据披露将重新凝聚市场共识

1) 宏观高频数据结构虽有分化，但总体仍延续正常修复节奏。整体上，2023年春节后宏观经济复苏趋势与历史节后基本相同，但由于结构分化，机构对各类行业仍在密集调研中，市场短期依然缺乏基本面共识。交通出行方面，23个样本城市地铁客运量（MA7，下同）已修复至6849万人次，较2019年同期增加12.4%，国内航班日度执飞数量已恢复至12000架次左右，恢复至2021年高位水平。生产端方面，基建相关领域稳步修复，但速度相对偏慢，石油沥青装置开工率环比略有降低；螺纹钢开工率温和提升，水泥磨机运转率提升且库容比略降低；汽车全钢胎开工率持续回升，已基本恢复至2019年同期水平。

2) 房地产景气恢复将逐步传导，提升经济修复弹性。2023年春节后三周，14个城市二手房成交套数较2022年春节后三周同比增长61.8%。2023年1月70大中城市新房新建商品住宅价格环比下跌城市数由上月的55个减少为33个，二手房住宅价格环比下跌城市数由63个下降为57个。二手房成交的复苏有助于提振新房销售，预计新房的销售到二季度就会有明显的表现，中信证券研究部地产组预计2023年全国商品房销售金额和面积同比分别增长4.8%和1.0%，房地产投资下降4.5%，新开工面积下降15%，竣工规模有望保持2022年水平。

3) 政策预期趋于理性，内生增长动能不断强化，基本面预期还有上修空间。一方面，市场近期对政策预期已趋于理性，对两会和4月政治局会议再出台总量层面的强刺激政策的预期已明显降低。今年全国“两会”预计对经济增速的目标可能设在5%左右，一般赤字率约为3%，新增专项债额度约4万亿元，转移支付规模高于10万亿元，退税减税规模总体或低于2022年。另一方面，政策落地和高频数据将不断提振微观主体信心，凝聚市场共识，地产景气传导下，预计2月贷款有望继续保持大幅同比多增的势头，且近期的国内外数据也表明，美国经济衰退时点推迟叠加或实现浅衰退将一定程度改善出口预期。这些因素都有利于进一步增强市场对经济内生复苏的预期，市场将重新凝聚共识，短暂的过度反应将很快得到修正。

把握配置良机，坚守成长洼地

1) 市场重聚共识后预计成长重估仍是主线。如前所述，市场短暂波动放大缘于投资者心态，而非宏观政策的趋势变化或产品端的流动性风险，预计近期的内外扰动皆不构成实质性影响。首先，公募基金仓位依然处于高位，其整体赎回规模稳定，上周存量产品净赎回率为0.2%。其次，外资流入和心态整体平稳，上周北向配置型资金累计流入140亿元，交易型资金累计流出44亿元；海外资金对中国基金净申购率为0.2%，已经连续第七周保持净申购。再次，市场心态影响活跃资金加仓节奏，根据对中信证券渠道调研情况，2月17日中小私募仓位为78.3%，相比上周的79.3%下降，但后续随着市场风险偏好修复，相比历史类似时期还有加仓空间。最后，A股基本面依然处于修复的通道中，且市场预期依然有上修空间，沪深300、创业板指、中证1000的动态P/E仅处于2010年以来的32%、11%、15%分位，考虑未来活跃资金再入场，预计成长重估依然是市场主线。

2) 建议继续坚守成长洼地。投资者心态不稳定放大了扰动影响，短暂波动提供了调仓和增配的良机。配置上，建议继续坚守成长洼地，提高半导体和信创板块的配置优先级。其中长期战略配置围绕能源、科技、国防和农业的“四大安全”领域展开。其他品种方面，建议持续关注有一定业绩成长弹性、相对冷门并且已经开始受益于流动性修复的中小市值成长股，这些个股相对更多地分布在机械、环保、化工等领域。同时，还建议关注2023年业绩有较大同比改善空间的行业，如科技中的数字经济，医药中的药品耗材和器械，制造中的风光储，机械和军工板块中细分材料和设备领域，地产链中家居、家电等后周期品类。另外，创新药或在今年接力CXO成为新的赛道型板块。

风险因素

疫情影响超预期；中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

本文源自券商研报精选