



《万物复苏 赢战开年》

2024年1月投资策略报告

强烈推荐 ★★★★★

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司



政策落地力度有望超预期，行情有望重新向上

日期：2024 年 1 月 5 日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

摘要：

1、**政策落地力度有望超预期，行情有望重新向上**：2023 年 12 月 A 股延续弱势震荡，市场上涨动能较弱，主要源于中央经济工作会议定调后，投资者对经济增长信心和宏观政策力度偏悲观预期仍未扭转。展望 2024 年 1 月，预计市场将继续呈现震荡向上走势，继续等待积极因素出现。随着经济现实与市场情绪逐步好转，预计市场风格将趋于均衡，不同类型的板块或都将有一定的投资机会。因此，建议关注消费、消费电子和机器人行业。

2、**主题投资机会**：①**消费板块**：相信消费韧性，积极布局阶段。展望后市，消费周期切换完成后，消费板块估值整体处于历史低位，累积的估值风险已经消化。目前消费板块的业绩增长将推动上涨，方向上转为乐观，下行空间有限，建议把握低迷情绪下的布局机会。②**消费电子**：柳暗花明又一村，2024 年创新不断。展望 2024，PC/手机硬件规格在 AI 带动下有望持续提升。大模型出于隐私、数据安全等考量，算力需求有望从云端向边缘侧和终端侧迁移，100 亿量级参数的大模型有望在 2024 年商用。③**人形机器人**：政策促发展，赋能新型工业化。聚焦软件算法、运控等关键技术攻关，明确未来产业链发展方向。相较于 2023 年初发布的《“机器人”+行动方案》，此次《指导意见》在人形机器人“大脑”（感知交互）、“小脑”（运动控制）以及“肢体”（机械肢）等方面给予的详细指引远超市场预期。换言之，对于今后产业链发展方向和重点构建了清晰的战略蓝图。



目录

1 政策落地力度有望超预期，行情有望重新向上	4
1.1 聚焦财政与货币政策落地力度	4
1.2 美联储降息信号值得期待	5
1.3 经济持续复苏向好，但复苏动能未见提速迹象	5
1.4 综合来看，可以关注消费、消费电子和机器人	7
2 主题投资机会	8
2.1 消费板块：底部逐渐临近，继续择机配置	8
2.2 消费电子：柳暗花明又一村，2024 年创新不断	10
2.3 人形机器人：政策促发展，赋能新型工业化	11

1 政策落地力度有望超预期，行情有望重新向上

1.1 聚焦财政与货币政策落地力度

聚焦财政与货币政策的落地力度。中央经济工作会议定调后，1月将进入政策“真空期”。考虑到中央经济工作会议指出财政政策适度加力，以及调整了货币政策定调，因此可以重点聚焦财政与货币政策在1月份的落地力度。（1）货币政策重点关注信贷是否迎来开门红。2018年以来，一季度信贷投放开门红特征显著，尤其是在强调政策跨周期调节、开年发力的年份更加明显。11月末央行三季度货币政策执行报告中强调统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，导致市场对一季度信贷关注度明显提升，担忧一季度流动性充裕程度弱于往年，但我们认为一季度社融有望迎来开门红。这是因为央行三季度货币执行报告的表述，并非指向央行要求以减少的方式平滑年初信贷投放，更倾向于认为是要求银行2023年末（11-12月）加强信贷投放，避免银行为了冲击2024年信贷开门红而减少2023年底的信贷投放规模。同时，需要关注社融增量结构。尤其是新增信贷中政府债、企业部门以及居民部门对增量的贡献，是否在机构上有明显的好转。（2）财政政策如何靠前发力。2023年Q1、Q2的GDP两年平均增速分别为4.65%和3.55%，基数影响下2024年一季度稳增长压力明显提升。同时，2023年财政支出偏慢，2024年财政支出有望靠前发力。考虑到2024年上半年增长压力依然较大，经济复苏内生动力仍需持续修复，迫切需要财政端加码发力。因此，重点关注财政政策如何靠前发力，如2023年增发万亿国债在2024年初使用和形成工作量情况，以及2024年地方专项债提前审批额度下达与使用情况。近期，财政部下达增发2023年国债第二批项目预期5646亿元，也表达财政有靠前发力迹象。此外，中央经济工作会议对科技创新定调超预期，也需要继续关注产业政策是否有大幅发力，如近期市场较为关注的加快推进十四五减排目标相关工作等。总体上看，当前市场对于政策力度信心有待修复，如政策或具体举措加速落地，有望推动风险偏好向好。

宽松基调不变，降准概率较高，存款利率调降后降息概率有所提升。央行四季度货币政策例会指出“保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，考虑到当前货币政策定调调整后，新表述下货币政策强调服务于经济增长预期目标，优先于与实际名义GDP增速相匹配，我

们认为意在保障相对较高的货币供应增速。另一方面，美联储外围风险解除，美元对人民币汇率升至 7.1 附近，叠加 2023 年 11 月社融中居民和企业部门信贷整体偏弱，货币政策宽松仍有空间。随着 2023 年下半年国债、地方政府再融资债券发行，以及 2024 年初专项债券提前审批额度（预计在 2.3 万亿元）可能逐步进入发行期，配合政府债券发行货币宽松的必要性进一步提升。近期 DR007 有所反弹，短期资金面依然偏紧，因此，1 月降准概率较高，同时存款利率调降后降息概率有所提升。四季度货币政策例会指出“完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放信贷市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。12 月 21-22 日国有大行下调了存款利率，也为贷款利率下调提供了新的空间。但需要注意的是美联储尚未进入降息周期，中美利率倒挂问题依然严峻，掣肘降息空间。

1.2 美联储降息信号值得期待

市场对美联储降息预期整体偏乐观，警惕美债收益率下行不及预期。12 月议息会议维持利率 5.25-5.50% 区间不变符合市场预期，后续继续加息概率已经趋近于零。12 月议息会议表态整体以鸽派为主，特别是美联储点阵图预计 2024 年降息 75 个 BP，较 9 月议息会议点阵图对 2024 年降息 50BP 相比提升了 25BP，同时美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表态中指出，降息已经开始进入视野，决策者正在思考、讨论何时降息合适。相比之下，当前市场对于美联储降息预期整体偏乐观，CME 观测器显示市场预期美联储 3 月份就开启降息，2024 年全年降息 124-150BP，远超点阵图显示的降息幅度。但考虑到通胀回落仍然需要较长时间，可能具有较强粘性，我们认为，除非 1 月份非农数据大幅不及预期，否则美联储在二季度再开启降息概率更高。因此，尽管外部风险延期释放，但当前仍需警惕美债收益率下行速度偏慢甚至反弹风险，整体上外围风险偏好提振力度有限。

1.3 经济持续复苏向好，但复苏动能未见提速迹象

经济持续复苏向好，但复苏动能仍未见提速迹象。12 月高频数据显示经济继续处于复苏通道，但主要指标并未显示出复苏有降速迹象，制造业 PMI 荣枯线之下继续下行。地产销售呈现回暖迹象，但可持续性仍有待观察，受基数影响服务业和商品需求维持改善、但增速有所放缓，生产端继续小幅回落。预计 2023 年全年 GDP 同比增长 5.3%，社零同比 7.1%，固投累计同比 2.9%，其中制造业投资 6.4%、基建投资 5.7%，房地产开发-9.3%。

2023年12月，社零同比6.5%，出口同比0.5%，CPI同比0.3%，PPI同比-2.6%。

制造业PMI下行超季节性，仍需更多稳增长政策加码发力。12月PMI为49%，较上月下降0.4个百分点，弱于季节性（过去5年均值为同比下行0.3%）。PMI数据走弱与12月高频数据显示生产端继续放缓相吻合，亦表明当前经济复苏依然呈现波段式前进的特点。（1）阶段性补库存借宿后需求略有回落。10-11月产成品库存同比继续下行，表明企业阶段性补库存缺乏持续性，依然掣肘生产。12月生产、新订单和出口订单指数分别为50.2%、48.7%和45.8%，其中新订单较上月大幅下降0.7个百分点，生产和新出口订单分别较上月下降0.5个和0.2个百分点。（2）就业形式继续下行。12月从业人员指数为47.9%，较上月下降0.2个百分点，年内再次跌破48%的较低位置（上次1月份47.7%）。虽然全国范围内调查失业率回落至5%，但就业总量压力和结构性问题依旧不容忽视。（3）服务业低位企稳。12月份，服务业PMI为49.3%，与上月持平。建筑业PMI小幅反弹至56.9%，临近年末财政部下达增发2023年国债第二批项目预算5646亿元，基建端有望开始发力。从不同企业类型看，中型企业PMI略有下行，大型、小型企业PMI回落，围观主体活力依然维持弱复苏。

图表 1：中型企业PMI略有下行，大型、小型企业PMI回落



来源：wind，股掌柜证券咨询

通胀方面，食品与原油价格企稳上行，CPI与PPI同比有望向上。猪肉价格低位企稳，12月前三周猪肉均价24.7/公斤，与11月周价格均值25.0/公斤相比小幅下跌，与去

年 12 月均值同比下降 31.6%，降幅收窄 6.3 个百分点。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，12 月蔬菜价格指数同比下跌 15%，降幅较上月扩大 12 个百分点。服务类价格再出行、酒店等领域延续小幅抬升。综合来看，去年 12 月猪肉和燃油价格基数有所回落，预计 12 月 CPI 回升至 0.3% 左右，当前农产品价格低位企稳推动 CPI 有所反弹。美联储货币政策转向态度逐渐清晰，市场开始博弈降息预期，有色金属价格冲高、原油价格低位企稳，同时国内 Q5500 煤炭价格持平于 950 元/吨附近。考虑到去年 12 月是基数高位回落，本月价格基本企稳推动 PPI 降幅收窄，预计 12 月 PPI 同比降幅仅微幅收窄至 -2.6% 左右。

图表 2：CPI 当月同比



来源：wind，股掌柜证券咨询

1.4 综合来看，可以关注消费、消费电子和机器人

2023 年 12 月 A 股延续弱势震荡，市场上涨动能较弱，主要源于中央经济工作会议定调后，投资者对经济增长信心和宏观政策力度偏悲观预期仍未扭转。展望 2024 年 1 月，预计市场将继续呈现震荡向上走势，继续等待积极因素出现。当下影响市场动能偏弱的因素仍在：一方面经济增长呈现缓慢修复态势，复苏仍未见提速；另一方面政策力度较市场预期仍偏弱。但后市无忧大幅调整风险：一是全球市场对美联储降息预期整体偏乐观；二是开年为配合信贷投放及财政发力等，流动性充裕的确定性强。后续投资者预期扭转的关键契机在于政策落地力度能否超预期。

聚焦财政与货币政策落地力度，关注美联储降息信号。中央经济工作会议定调后，1 月进入政策真空期，重点聚焦财政与货币政策的落地力度，包括信贷能否迎来开门红、财

政策如何靠前发力等。当前市场对政策力度信心有待修复，如政策加速落地或超预期落地，有望推动风险偏好向好。此外，市场对美联储降息预期整体偏乐观，2024 全年降息幅度在 125-150BP，远超点阵图，需警惕美债收益率下行不及预期。

经济复苏动能未见提速迹象。12 月高频数据显示经济继续处于复苏通道，但主要指标并未显示出复苏加速迹象，制造业 PMI 继续下行。地产销售回暖但持续性有待观察，基数影响服务业和商品需求维持改善但增速放缓，生产端继续小幅回落。预计 2023 年全年 GDP 同比增长 5.3%，社零同比 7.1%，固投累计同比 2.9%，其中制造业投资 6.4%、基建投资 5.7%，房地产开发-9.3%。2023 年 12 月，社零同比 6.5%，出口同比 0.5%，CPI 同比 0.3%，PPI 同比-2.6%。

宽松基调不变，降准概率较高，存款利率调降后降息概率有所提升。货币政策定调调整后，新表述下货币政策强调服务于经济增长预期目标，优先于与实际名义 GDP 增速相匹配，意在保障相对较高的货币供应增速。1 月降准概率高，同时存款利率调降后降息概率有所提升。长端利率在 2.6% 附近博弈，但仍有上行压力。人民币汇率延续小幅升值态势，北向资金有望切换至净流入。

总之，展望 1 月，随着经济现实与市场情绪逐步好转，预计市场风格将趋于均衡，不同类型的板块或都将有一定的投资机会。因此，建议关注消费、消费电子和机器人行业。

2 主题投资机会

2.1 消费板块：底部逐渐临近，继续择机配置

据海通国际预测，12 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长。实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒；个位数增长的行业包括速冻食品、调味品、乳制品、啤酒和软饮料；大众及以下白酒延续明显负增长。与上月相比，2 个行业增速加快，6 个行业增速放缓。整体来看，12 月消费行业继续呈现弱复苏态势。2024 年元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%；按此测算，人均旅游支出较 2019 年同期略有差距。

底部已经临近。本轮大消费板块的调整始于 2021 年中，随着地产见顶回落、居民债务压力显现，消费需求同步下调，进而引发估值回落，十分类似日本 1990s 的经历。复盘

来看，日本自 1989 年 12 月至 1992 年 4 月完成调整，日经指数跌幅接近 56%，期间消费板块跌幅约 47%。参考海外，尽管消费基本面依然面临压力，但消费股的底部特征已经日益清晰：1) 时间&幅度上，21 年中至今已有 2.5 年，消费行业指数跌幅已经达到 40%，与日本类似；2) A 股主要消费赛道估值均已回落至 2013/4 年水平。

坚定周期思维，等待柳暗花明。回顾 A 股历次大行业轮动，热点板块下行期都会依次面临：1) 估值回落；2) 业绩恶化；3) 资金腾挪的过程，只不过 2021 年开始的这次轮到了消费。2021 年春节后“机构抱团”瓦解导致估值开始回落，同年二季度开始消费板块累计增速开始下滑，此后在波折中下行。分阶段看，估值回落、盈利下调都已看到，资金腾挪进行，或都能佐证大消费调整已到尾声。

无惧短期波动，继续择机配置。2023 年临近尾声消费景气再生变数，市场情绪继续恶化，尤其是 11 月社零单月年化复合增速创年内新低，微观层面看白酒龙头也开始明显感受到价格压力。短期内虽然迷雾重重，反转时机尚不明朗，但可以看出周期底部的位置是明确的，不宜过度悲观。即便大消费不是未来的“市场明星”，也是性价比较高的资产，适合长期资金配置。

估值底部徘徊，交易持续低迷。当前大消费板块基本面仍在缓慢修复阶段，估值泡沫消化后维持底部徘徊，中证消费指数 PE TTM 约为 27X，中证可选消费指数 PETTM 约为 16X。从交易热度上看，A 股消费板块成交额占比接近 10.7%，处于历史低位水平。

图表 3：中证消费指数PE TTM



来源：wind，股掌柜证券咨询

相信消费韧性，积极布局阶段。展望后市，消费周期切换完成后，消费板块估值整体处于历史低位，累积的估值风险已经消化。目前消费板块的业绩增长将推动上涨，方向上转为乐观，下行空间有限，建议把握低迷情绪下的布局机会。

2.2 消费电子：柳暗花明又一村，2024 年创新不断

创新 1、AIPC 重塑全球 PC 生态，关注产业链相关投资机会

展望 2024，PC/手机硬件规格在 AI 带动下有望持续提升。大模型出于隐私、数据安全等考量，算力需求有望从云端向边缘侧和终端侧迁移，100 亿量级参数的大模型有望在 2024 年商用。1) 应用角度，连接企业私域数据库的知识问答，基于个人信息的文生图和个人助手等应用可能率先落地。2) 芯片角度，高通、华为等厂商对 ARM 架构的支持，可能推动 ARMPC 在 2025 年后渗透率由目前 10%提升至 20%；3) 从品牌角度，新的应用和芯片供应商竞争会缩短换机周期和提升毛利率。

创新 2、Vision Pro：关注初代产品效果以及生态建立

2024 年初，苹果第一款 MR 设备 VisionPro 将在美国发售，并稍后在其他国家地区开售，定价 3499 美元起。这次 VisionPro 是苹果在 16 年 AirPods 后产品品类的最大一次创新，采用了基于眼动追踪+手指运动的新一代人机交互方式，并结合芯片和传感器成功的将虚拟和现实融合，提升办公、电影和社交场景下的体验。预计初代产品在 50-100 万台量级，产业链公司将深度受益。

创新 3、汽车智能化加速，消费电子企业拓展汽车供应链

随着小米发布 SU7，手机厂商入局智能汽车迎来高潮，行业在消费电子产品加入后竞争强度继续上升，软件定义硬件的重要性提升，将长期给消费电子企业带来新机会。在零部件方面，可以看到 2024 年汽车智能化持续加速发展，产业链包括智能座舱、摄像头、激光雷达、连接器、HUD、屏幕、音响等。

创新 4、关注华为的国产化进展和汽车布局持续完善

2H23 以来华为手机/汽车声势持续不断，手机新品（Mate60 系列、Nova12 系列）以及汽车新品（问界 M7、阿维塔 12、智界 S7、问界 M9）密集发布。近期可以看到，（1）M9 拓宽了问界在豪华 SUV 产品布局，若后续订单反馈良好，有望加速行业整体智能化进展；（2）Nova12 系列补全华为高端机型布局，屏幕、光学等领域持续此前高设计标准，

有望再度推动手机行业产品功能及规格创新。展望 2024 年，建议关注华为全系列新机发布节奏及出货量兑现度，以及汽车领域产品布局持续完善。

2.3 人形机器人：政策促发展，赋能新型工业化

政策引导再加强，人形机器人产业技术创新与发展有望提速。2023 年 11 月 2 日，工信部发布了《人形机器人创新发展指导意见》，明确了产业发展目标和重点任务。具体来看，《指导意见》分别从三年和五年时间维度做出了战略规划；同时，在突破关键技术、培育重点产品、拓展场景应用、营造产业生态以及强化支撑能力等五个方面作出了重要部署。此次《指导意见》的核心思想体现在以通用人工智能技术突破为引领，在技术相对成熟的工业机器人基础之上，提升关键共性技术的供给能力。更重要的是，人形机器人产业的高速发展，有望赋能新型工业化，并有效支撑现代化产业体系建设，实现科技强国的终极目标。

聚焦软件算法、运控等关键技术攻关，明确未来产业链发展方向。相较于 2023 年初发布的《“机器人”+行动方案》，此次《指导意见》在人形机器人“大脑”（感知交互）、“小脑”（运动控制）以及“肢体”（机械肢）等方面给予的详细指引远超市场预期。换言之，对于今后产业链发展方向和重点构建了清晰的战略蓝图。另外，《指导意见》还围绕特种服务、制造业、民生及重点领域提出了若干意见措施。一是加快人形机器人在特种环境应用，增强在复杂场景下的本体控制、快速移动和精确感知等能力；二是目光主要投向 3C、汽车等制造业重点领域，使得人形机器人与制造业实现深度融合；三是拓展人形机器人在医疗、教育、消费等民生领域服务应用，同时在农业、物流等重点行业推动应用落地。

机器人产业已迈入技术引领阶段，产业生态链逐步趋于完善。1）多传感器融合（摄像头、激光雷达、毫米波雷达等）的 SLAM 技术逐渐成为趋势，有助于提升未知环境中服务机器人的感知和自主定位能力；2）运控核心部件国产化拐点有望出现，机器人产业的发展将促进核心部件快速成长：减速器、伺服系统、控制器等核心部件制造能力显著提升；3）语音交互技术已发展较为成熟，ChatGPT 将人类反馈强化学习引入深度学习的方式为机器人更智能化、人性化发展提供了新思路；4）轻量化材料碳纤维的推广与普及，有助于提升机器人的使用效率、降低使用成本和赋予更多的使用功能。

【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司及分析师无关。

本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。