

弱复苏，强科技

文/东方红资产管理 权益研究团队

摘要

- 1. 从中国复苏强度+美国货币政策框架看资产配置：**中国复苏强度和美元利率是今年决定市场的两个关键变量。中国库存周期仍处于去库存阶段，今年有望从主动去库存走向被动去库存，被动去库存阶段往往对应经济弱复苏。分部门来看，出口和地产仍有继续去库存的压力，除医药外大部分消费品和工业品也在主动去库存。美国经济和通胀仍有结构性韧性，尽管近期银行危机降低了美联储大幅紧缩的必要性，加息周期接近尾声，但转松之前可能有一段过渡期，政策利率大概率维持高位。如果二季度中国经济弱复苏+美国政策反复，市场以结构性机会为主。
- 2. A 股演绎结构性行情，成长或占优：**国内复苏斜率放缓，外需下滑，A 股企业盈利弱修复的可能性大，估值先行，已经有所修复，负债端的驱动力可能有限，市场缺乏强有力的增量资金，当前均不支持走出大级别行情。节奏上，下半年或好于上半年（去库结束、政策发力、美国加息周期结束）。风格上，周期 VS 消费、金融 VS 成长有互斥性。被动去库存往往对应工业品量升价缩，消费优于周期；美联储加息尾声阶段，美债利率震荡下行可能性更大，成长优于金融。
- 3. 风险和不确定性：**欧美金融危机，AI 产业发展过快引发国内外监管调控。

一、宏观经济

1. 内部环境

从经济学逻辑来看，由于信息不对称以及未来需求的不确定性，企业生产无法精确地与未来需求完全匹配，因而会存在库存的堆积与去化。历史上中国的一个库存周期约为 3-4 年，本轮库存周期始于 2020 年年中，当前库存增速依然处在高位，仍处于去库存阶段。

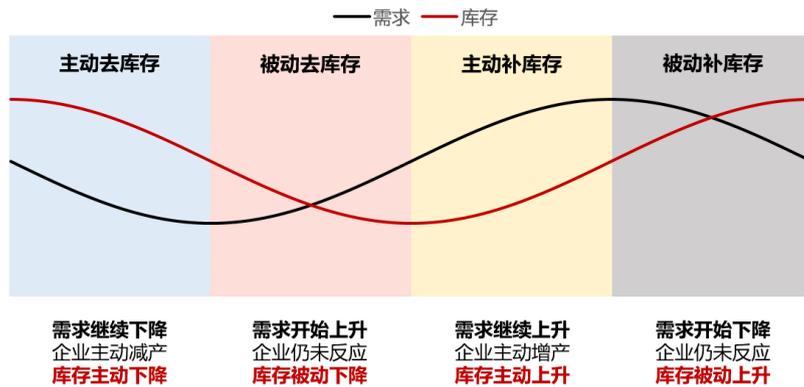
图 1：中国历史上的库存周期



数据来源：Wind，东方红资产管理

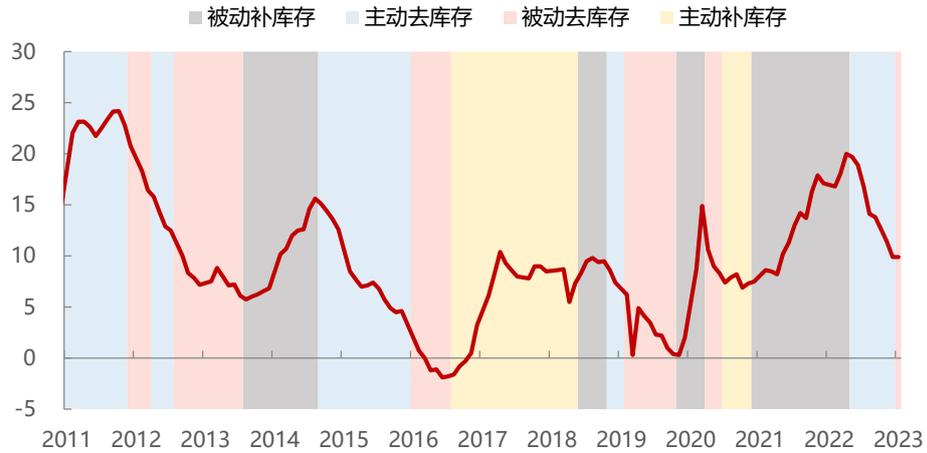
尽管当前仍处于去库存阶段，但中国库存周期将从“主动去库存”向“被动去库存”转换。2022年下半年处于主动去库存的阶段，表现为需求下降，企业主动减少生产，并降低库存；2023年制造业PMI分项中表征供需环境的新订单和生产均出现反弹，若需求改善快于生产，库存周期将向被动去库存切换。主动去库存往往对应经济衰退期，被动去库存阶段往往对应经济弱复苏。

图 2：被动去库存阶段，需求触底回升，生产的调整具有滞后性，库存继续下降



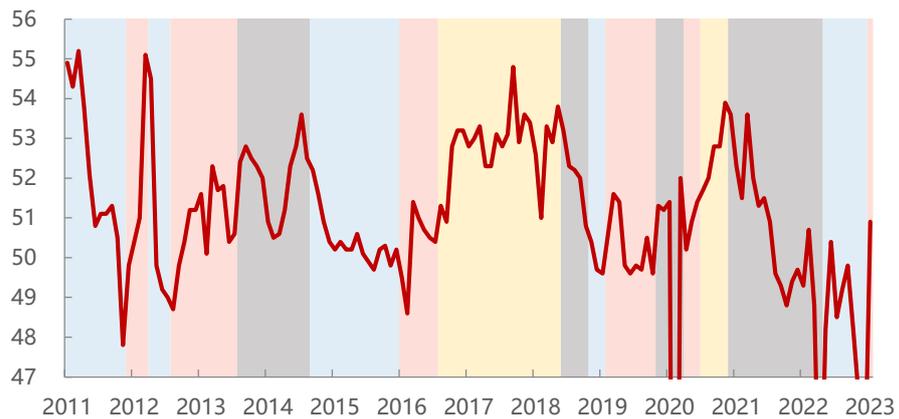
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 3：工业企业产品成品存货同比（%）



数据来源：Wind，东方红资产管理

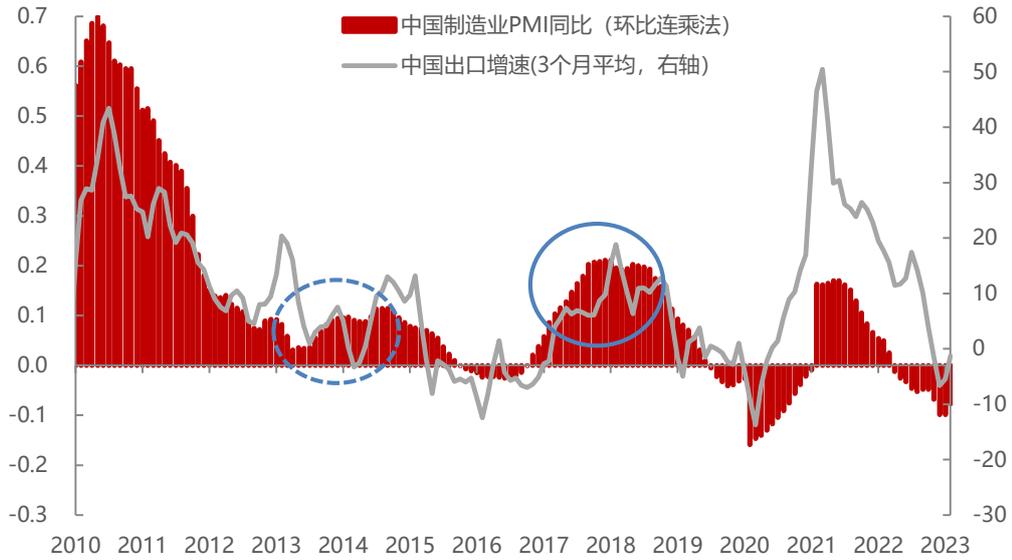
图 4：制造业 PMI，新订单



数据来源：Wind，东方红资产管理

从被动去库（弱复苏）走向主动补库（强复苏）的前提条件是国内政策加码、海外需求改善两者至少占其一。以 2016 年和 2013 年为例，2016 年为从被动去库存走向主动补库存（强复苏）。2016-2017 年走向主动补库存的两个背景条件是，一是国内政策的强刺激，棚改货币化叠加 PPP；二是海外需求的爆发，自 2017 年开始，出口增速大幅上升。而 2013 年被动去库存之后，则未能成功进入主动补库期。2012 年底至 2013 年中，尽管经历了被动去库存，但由于当时外需整体偏弱，美联储处于 Taper 的阶段，同时国内刺激力度不强，均约束了经济复苏的高度。

图 5：2013 年弱外需+弱政策刺激 VS 2016 年强外需+强外需



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 6：中国历史上几轮库存周期的示意图



数据来源：Wind，东方红资产管理

分部门来看，出口和地产仍有继续去库存的压力。出口部门海外库存仍在高位，当前美国三大库存同比仍处在高位，当前仍处在去库存阶段，这意味着中国出口部门可能将持续承压。地产部门则仍处在“被动补库存”阶段，“生产”（拿地）谨慎，库存（以库存去化周期作为代表）仍在累积，指向仍在被动补库存阶段。

消费品和工业品仍在主动去库存，仅医药景气复苏。从 1-2 月工业企业数据来看，绝大部分消费品、工业品仍处于营收增速和库存增速同步下行的“主动去库存”阶段，只有医药制造业的库存周期（营收 vs 库存增速差）出现改善，表现为营收增速拐头向上，同时库存增速已经降至低位，说明已经率先进入“被动去库存”阶段，后续有望较早转入“主动补库存”阶段，行业景气度提升。

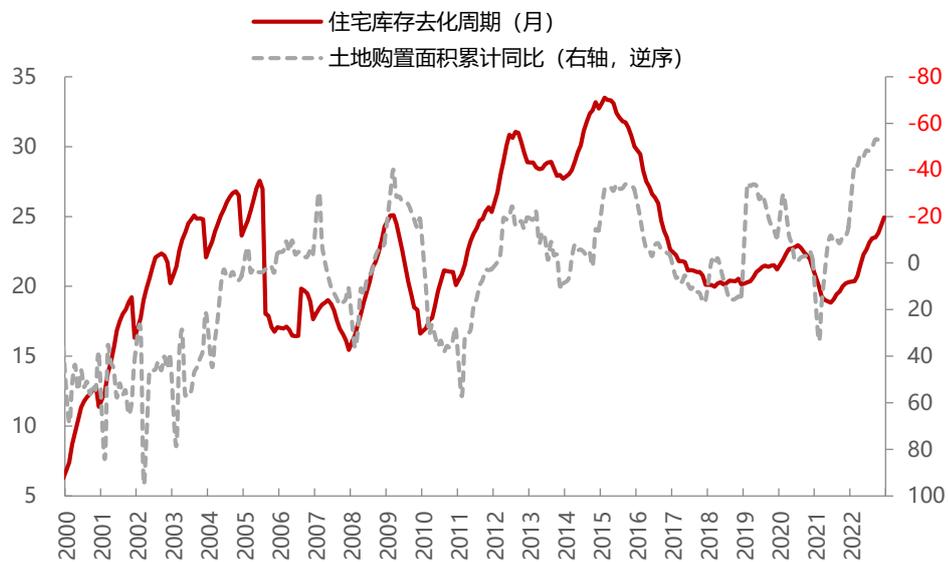
图 7：海外库存仍处高位，出口链条仍有压力



注：美国库存包含制造、批发、零售三大库存。

数据来源：Wind，东方红资产管理

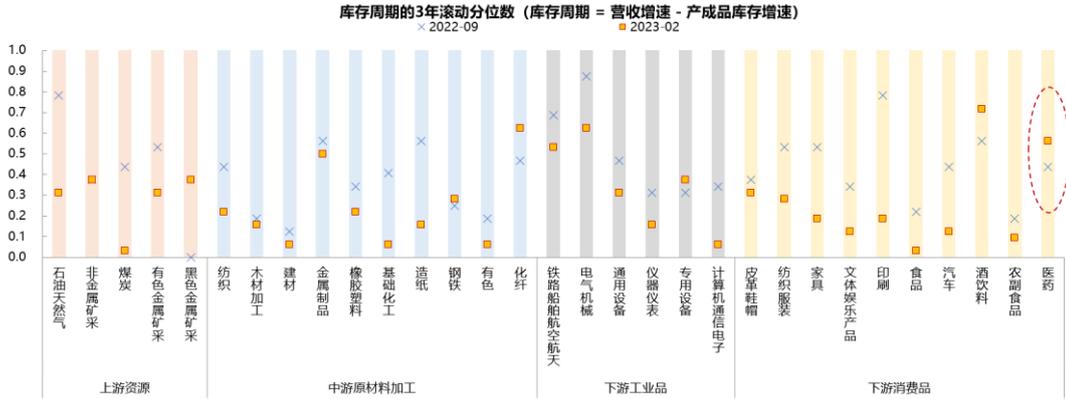
图 8：地产部门仍处在“被动补库存”阶段



注：住宅库存去化周期为住宅库存面积/过去 12 个月销售面积。其中住宅库存面积为自 2000 年以来累计新开工面积-累计销售面积。

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 9：大部分消费品、制造业的库存周期未现改善

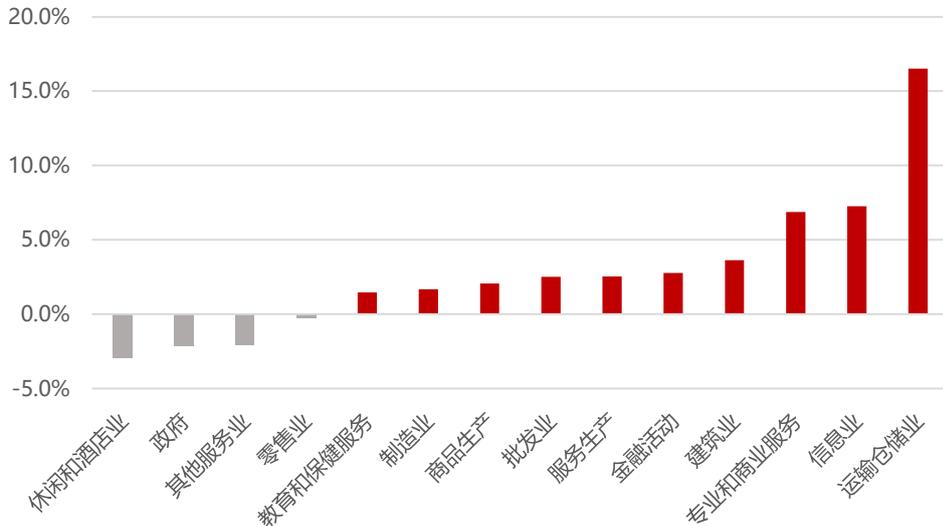


数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 外部环境

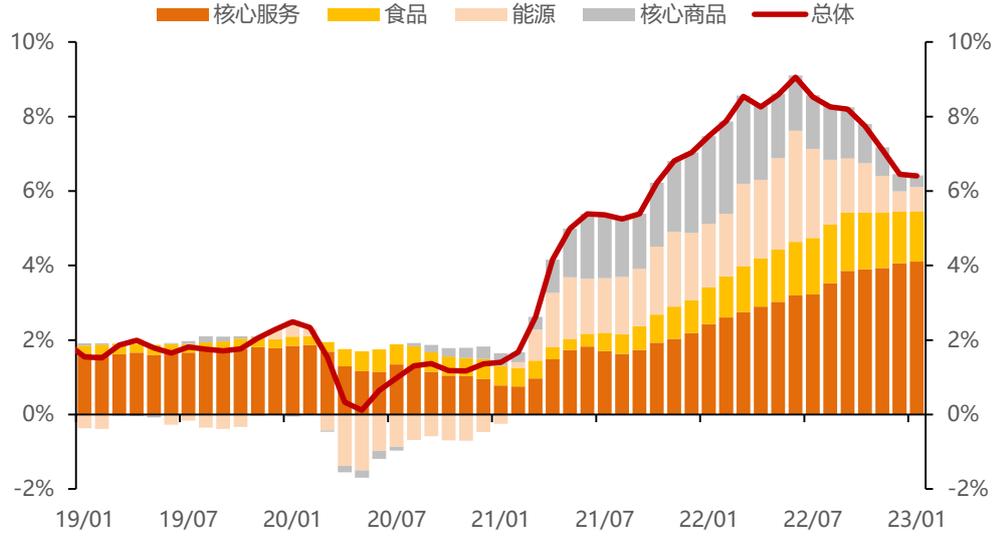
海外方面，美国经济和通胀放缓，但结构性分化明显。美国经济的韧性主要来自服务业消费，但高利率的负面已经在其他部门体现：制造业景气下滑，PMI 已经连续 4 个月低于荣枯线，服务业 PMI 仍在 55% 以上；大厂企业裁员与低端服务业人手紧缺共存，因为相比于疫情前（2020 年 2 月），信息业、专业商业服务业等扩招，而休闲酒店业减员。美国通胀已经进入下行通道，但核心服务通胀仍居高不下，包括医疗、教育、酒店等，权重占核心 PCE 超过一半，与就业市场和薪资高度相关。

图 10：各行业相比疫情前的就业人数变化率



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 11：商品通胀和服务通胀分化



数据来源：Wind，东方红资产管理

近期频发的银行危机替美联储收紧了金融条件，也弱化了美联储大幅紧缩的必要性。美国金融条件指数在 3 月初出现了快速收紧，由于美联储遏制通胀的主要途径是“货币政策→金融条件→实体经济总需求”，因此金融条件的收紧也减少了美联储进一步大幅紧缩的必要性。

图 12：美国中小银行风波带来的信贷收缩意味对加息有一定替代效应



数据来源：Bloomberg，东方红资产管理

3月议息会议进一步确认美国加息周期接近尾声，美联储将“预计持续加息”的措辞调整为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，表述明显弱化，增加了未来暂停加息的灵活性。而波动来自市场预期的两极化移动，今年利率终点中位数维持在5.125%，对应年内还剩一次25bp加息的空间，降息仍然遥远。在这一点上，市场预期与美联储路径之间存在着较大的分歧，市场已经押注了下半年多达3次的降息预期。

美联储加息结束后，可能会有一段过渡期，政策利率将维持高位。从最后一次加息到开启降息的过渡时间长短不定，过去四轮周期分别经历了6个月、8个月、15个月、8个月。因为最后一次加息时，通常劳动力市场仍然强劲，失业率处于低位，通胀水平见顶，美联储进入观察期。过渡期的长短将取决于经济转弱速度和风险暴露，比较有参考性的是2006-2007年，累计加息425bp至5.25%（跟此轮基本相当），总量数据掩盖了信贷环境的恶化，美联储仍担心通胀风险，因此经历了长达15个月的过渡期，直至金融危机爆发。

图 13：市场预期与美联储之间再度产生较大分歧



数据来源：Bloomberg，东方红资产管理

图 14: 加息的“锚”是通胀, 降息的“锚”是经济



数据来源: Wind, 东方红资产管理

基准情形下, 银行事件平息后, 美国市场可能重回对就业和通胀的定价。如果 3 月就业和通胀数据仍有一定韧性, 美联储可能选择在 5 月初再次加息, 并保持利率不变到年底。这种情况下, 美债利率基本见顶, 但长端利率进一步下行空间有限, 甚至可能小幅反弹 (由于目前已经透支了过多的降息预期), 对于全球流动性影响中性, 但利率的影响在边际下降 (利率波动将收敛), A 股港股可能回归中国经济基本面的定价。

如果银行问题进一步恶化, 出现类似“雷曼事件”的情形, 美联储则可能向市场预期靠拢, 提前转向, 那么美债长、短端利率都有下行空间, 市场可能先避险, 待消化金融风险后上涨, 对 A 股和港股来说可能都会出现一个机会。

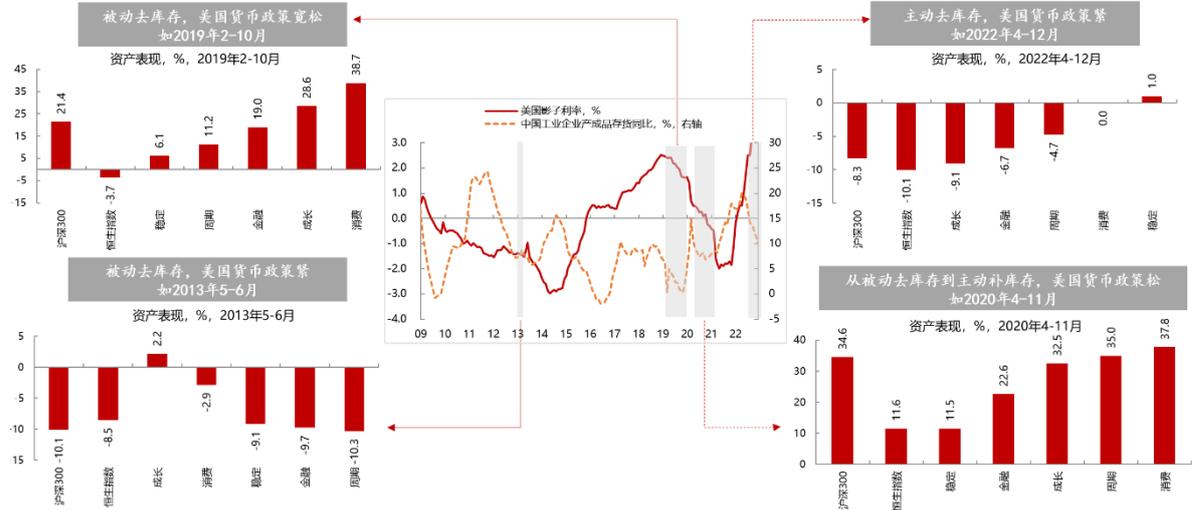
图 15: 美联储的政策路径猜测及可能的资产价格反应



数据来源: Wind, 东方红资产管理

从中国复苏强度+美国货币政策框架看资产配置，市场以结构性机会为主，成长或“一枝独秀”；如果美国提前转向，消费+成长有望领跑。

图 16：从中国复苏强度+美国货币政策框架看资产配置



注：美国影子利率 2022 年 2 月之前使用 Wu-Xia 影子利率，2022 年 2 月之后由于该数据停更，使用联邦基金目标利率。

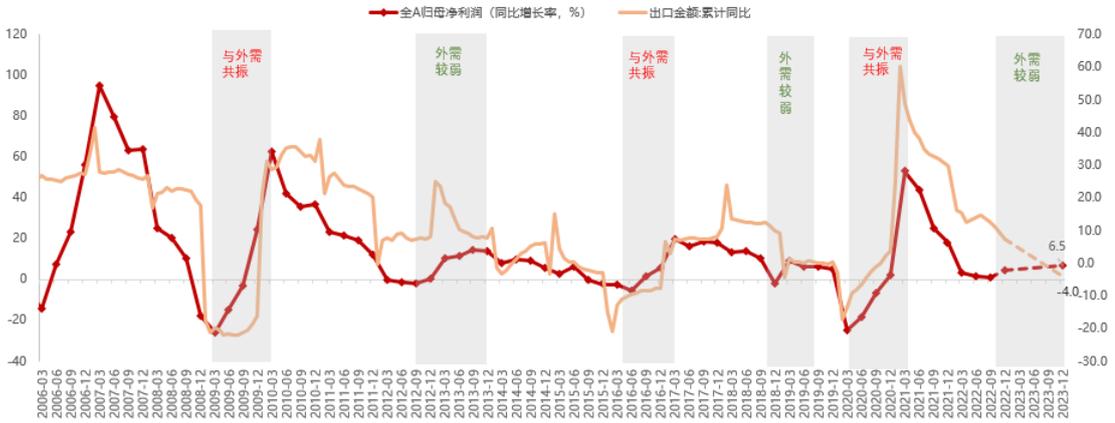
数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 市场展望

1. 基于历史周期分析，企业盈利弱修复的可能性较大

1-2 月工业企业利润大幅回落指向当前复苏仍然偏弱，高频数据显示修复的斜率也在放缓。外需拖累盈利复苏的向上弹性，历史上的 A 股盈利周期往往与海外经济周期共振，但 2023 年外需回落+出口下行的背景下（类似 2013 年、2019 年），A 股的盈利复苏与历史周期相比或将缺乏弹性。

图 17：2023 年可能是内外需背离的盈利上行周期



注：历史数据仅供参考，不代表未来表现。

数据来源：Wind，东方红资产管理

股权风险溢价是衡量权益资产性价比的重要指标。随着市场底部的修复，沪深 300 指数从去年 10 月底超过三年滚动平均以上 2 倍标准差的历史高位，逐步向均值回归，目前已回到一倍标准差以内。若基本面呈现弱复苏态势，估值修复最快（“生拔估值”）的阶段可能接近尾声。

图 18：股权风险溢价是衡量权益资产性价比的重要指标



数据来源：Wind，东方红资产管理

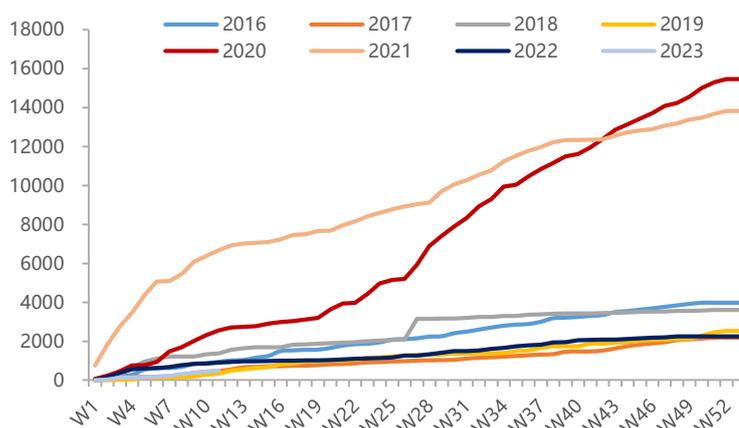
2. 负债端的驱动力可能有限，市场缺乏强有力的增量资金

2022 年公募基金发行明显放缓，主动权益型基金仅新发 2200 亿份，

远少于 2020 年的 1.5 万亿份和 2021 年的 1.4 万亿份¹。2023 年新发依然低迷，尽管市场表现回暖，但主动权益型基金 1-3 月累计发行份额仅不到 500 亿份（去年同期为 900 亿份），原因可能是 2020-2021 年主动权益型基金规模快速扩张，其增速明显高于可投资资产总规模增速，表明居民在一定程度上已透支了未来的风险预算。

绝对收益资金已密集加仓权益。私募方面，截至 2 月底，华润信托阳光私募股票多头指数成份基金平均股票仓位已从去年 10 月末 55% 的低位持续加仓至 71%。保险方面，1 月险资股票和证券投资比例仓位 13.36%，较去年底上行幅度较大。

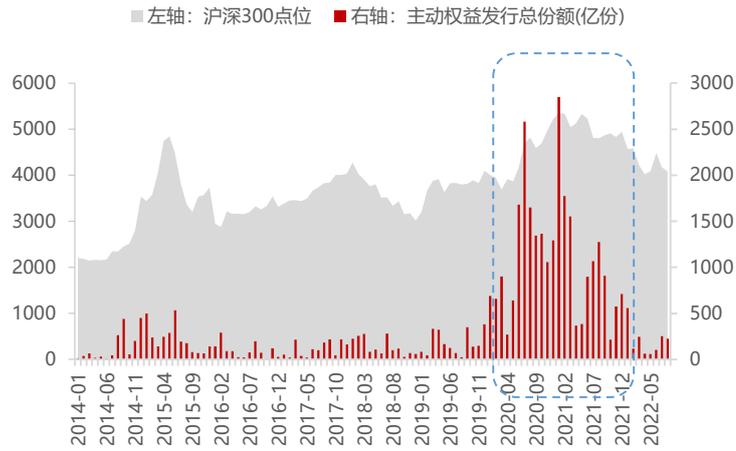
图 19：主动权益型基金新成立累计份额（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

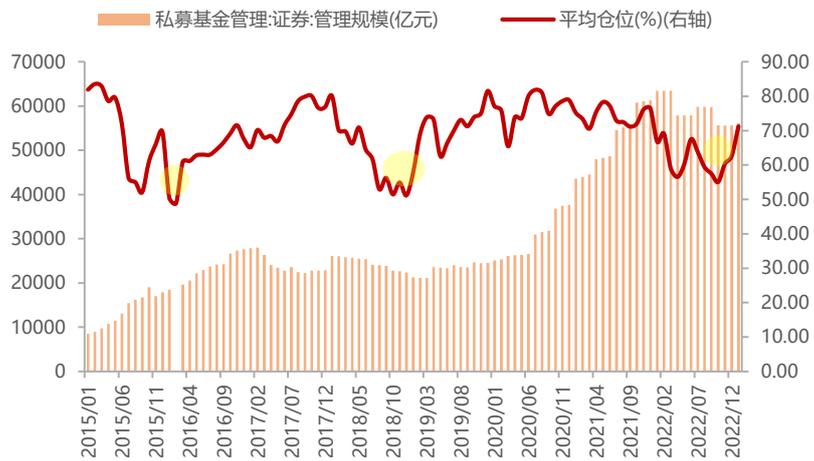
¹ 2020、2021 年主动权益型基金新发份额数据来源于 Wind。

图 20：一轮大的行情往往需要资产端&负债端的共振



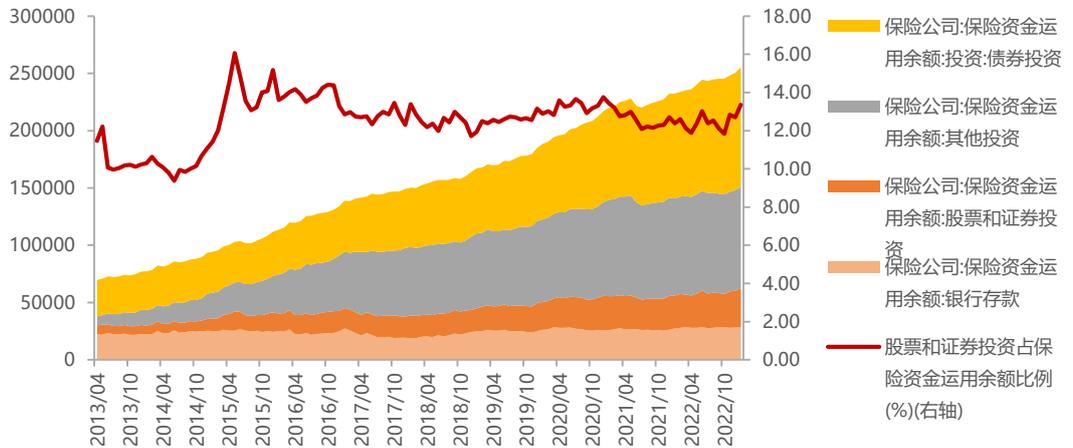
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 21：私募证券投资基金规模及平均股票仓位



数据来源：Wind，东方红资产管理

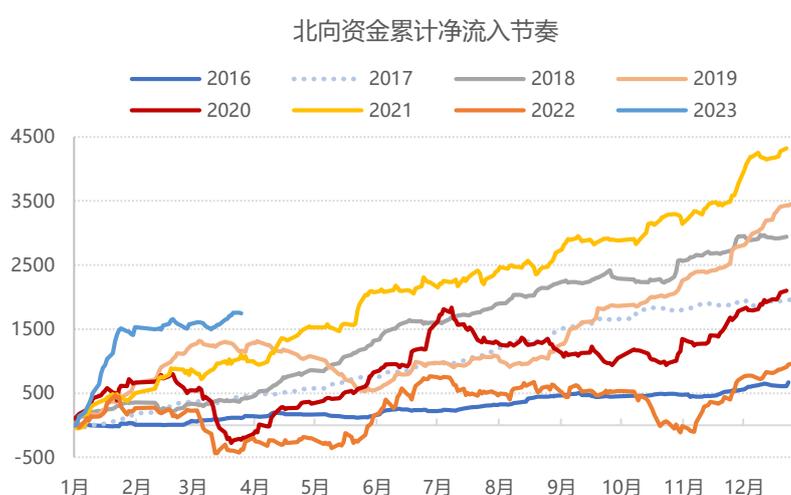
图 22：保险资金投资股票比例较去年明显上升



数据来源：Wind，东方红资产管理

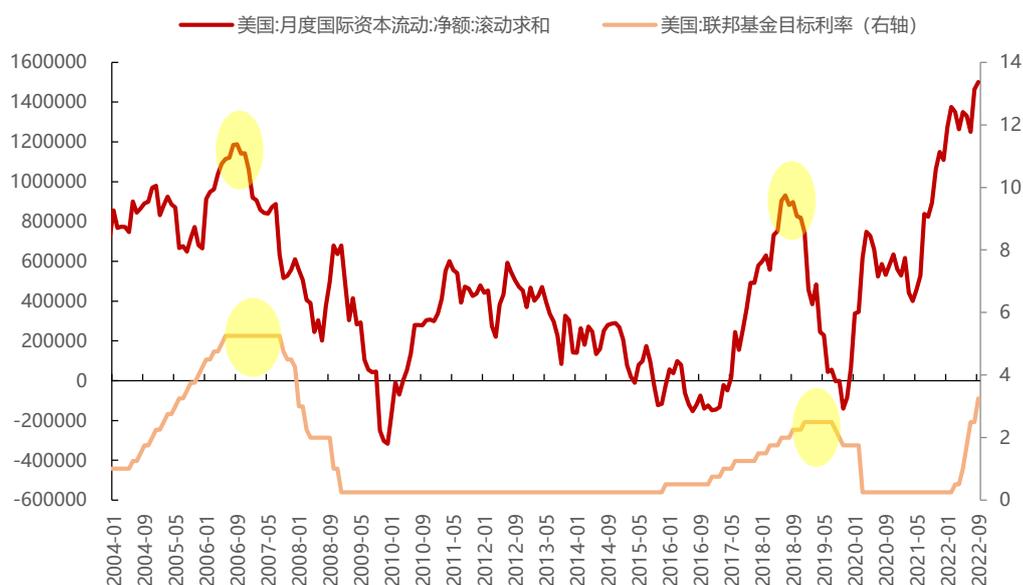
外资成为主要的增量资金，但持续性有待验证。2022 年全年北向资金净流入 900 亿，且集中于 11-12 月，而今年 1 月单月净流入超 1400 亿，推动市场整体修复，但过高斜率难以持续，2-3 月外资流入明显放缓。后续外资行为取决于中美经济差和美国加息节奏，如果国内政策和经济状况配合，国内资产将吸引外资进一步增配；美联储加息拐点意味着资金回流非美市场。

图 23：2023 年 1 月外资流入斜率过于陡峭



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 24：前两轮美国加息见顶后，国际资本持续净流出美国



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 市场难有大行情，以结构性机会为主

从资产端和负债端来看，市场暂不支持大级别指数性行情，但今年政策、改革和技术变革层出不穷，市场不缺乏结构性机会。总体特点为“弱复苏、强科技”，与 2012-2013 年有一定相似之处。2012 年经济增速下台阶，GDP 增速首次“破 8”，此后进入 6%-8% 区间，实体经济感受和市场表现都存在一定落差；年底重要会议先后召开，市场信心逐渐恢复。尽管 2013 年整体经济依然偏弱，抑制了整体市场的表现，上证综指底部震荡，但并没有限制资金展望长期经济增长动力，在“移动互联网+”大浪潮下，创业板 2013 年跑出明显的超额收益。此轮“AI+”带来的技术大变革有望复刻 2013 的表现。

节奏上，下半年或好于上半年。业绩方面，A 股 5000 家上市公司中 70% 左右² 为工业企业，上市公司盈利与工业企业利润增速同步性强，后者与 PPI 走势高度一致，预计上半年 PPI 仍在下行，去库周期至少持续到二季度末，下半年可能有所好转。政策方面，预计上半年仍然依赖于自然修复，下半年政策可能再发力（关注 7 月政治局会议）。海外方面，美国通胀仍有韧性，加息预期二季度或有反复，最晚下半年本轮加息周期有望结束。

图 25：2012 和 2022 年都经历了经济增速的下台阶



数据来源：Wind，东方红资产管理

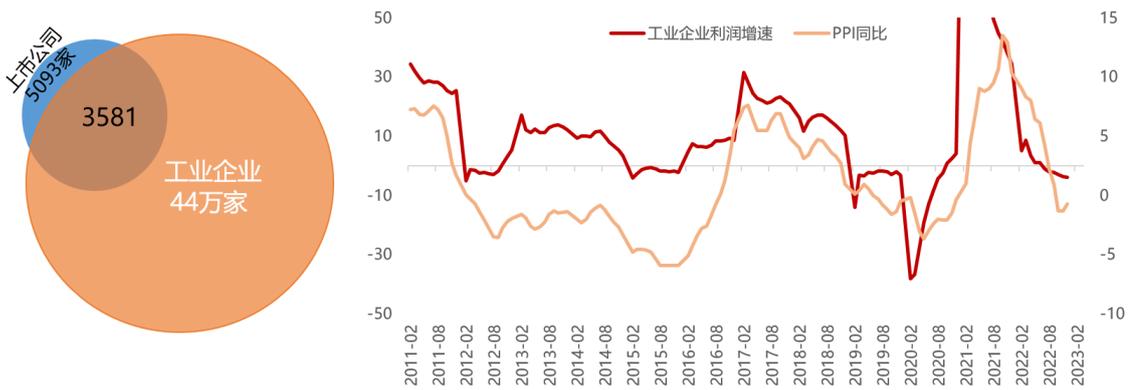
² 工业企业占比数据统计日期截至 2023 年 2 月。

图 26：2013 年经济企稳后，市场展望长期结构性机会



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 27：工业企业占 A 股上市公司 70%
传导路径为 PPI→工业企业利润→A 股盈利



数据来源：Wind，东方红资产管理

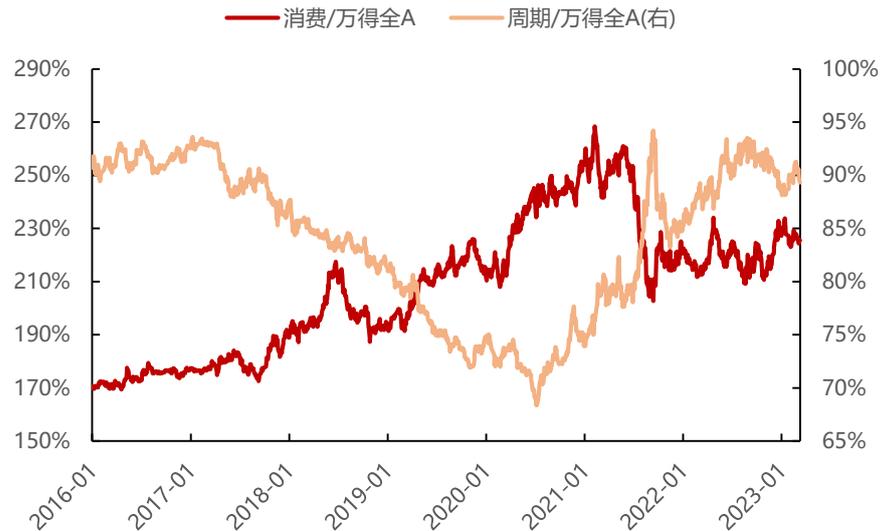
风格上，周期 VS 消费、金融 VS 成长有互斥性。成长和金融受货币信用周期的影响较大，利率趋势决定了金融和成长风格的相对表现，利率上行利好金融，而利率下行成长受益。而消费和周期的决定变量为量价周期，两者的超额收益互为镜像，特别是在 2016 年之后更为明显，消费仅在政策强约束导致工业品量缩价升时阶段性跑输周期，其余情况均跑赢。

图 28：金融和成长历史上几乎在所有时间都是背离的



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅供参考，不代表未来表现

图 29：消费和周期的背离在 2016 年之后较为明显

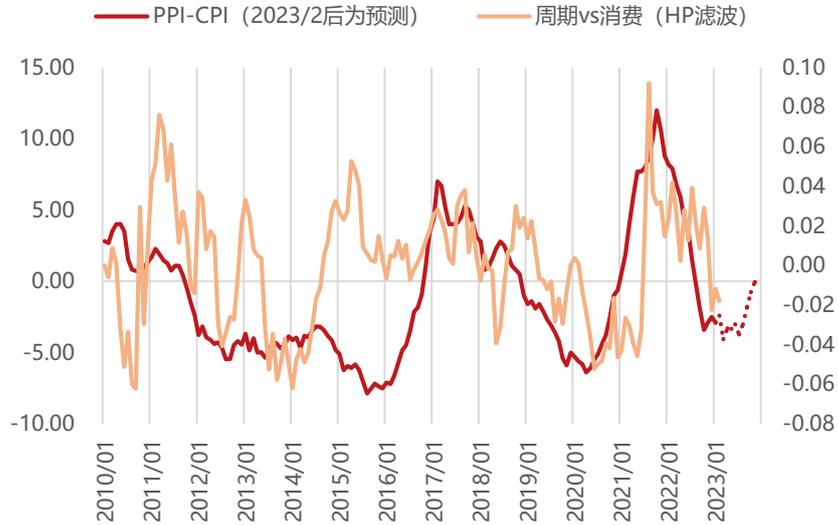


数据来源：Wind，东方红资产管理

从周期 VS 消费来看，PPI-CPI 剪刀差可以作为判断消费和周期相对收益的辅助指标。目前 PPI-CPI 剪刀差仍处于下行周期，预计 PPI 可能将在下半年见底回升，那么二季度消费更好，下半年周期可能有机会。被动去库存往往对应工业品量升价缩，消费风格相对受益。从主动去库存转向被动去库存往往受到下游需求改善的传导，工业企业被动去库存的 2013 与 2019 年，周期品的量领先于价上行。当前周期品价格回落趋

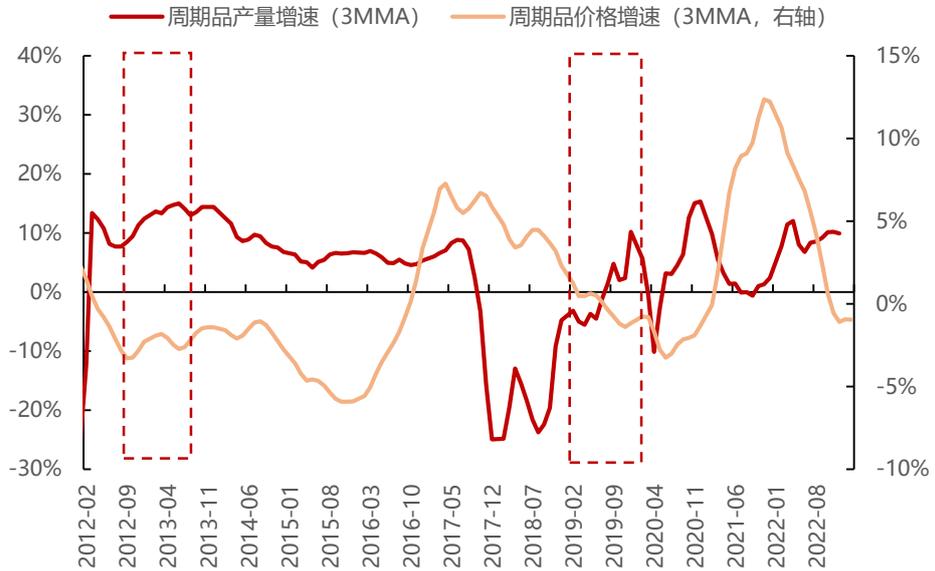
势明确，经济复苏或带动量的回升，消费大概率表现更优。

图 30: PPI-CPI 剪刀差一定程度上对应周期 vs 消费的相对收益



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 31: 2013 与 2019 年周期品量领先价格上行, 消费阶段性占优



数据来源: Wind, 东方红资产管理

从金融 VS 成长来看，当成长风格占优时，往往经济向下而货币信用环境保持宽松。2016 年起美国货币政策对国内的影响不断加大，因此如果美国加息超预期，美债利率进一步上行，对于 A 股大盘成长风格会有负面作用，反之降息预期对成长有利。部分具备强产业周期的成长可

以对冲相对不利的流动性环境。

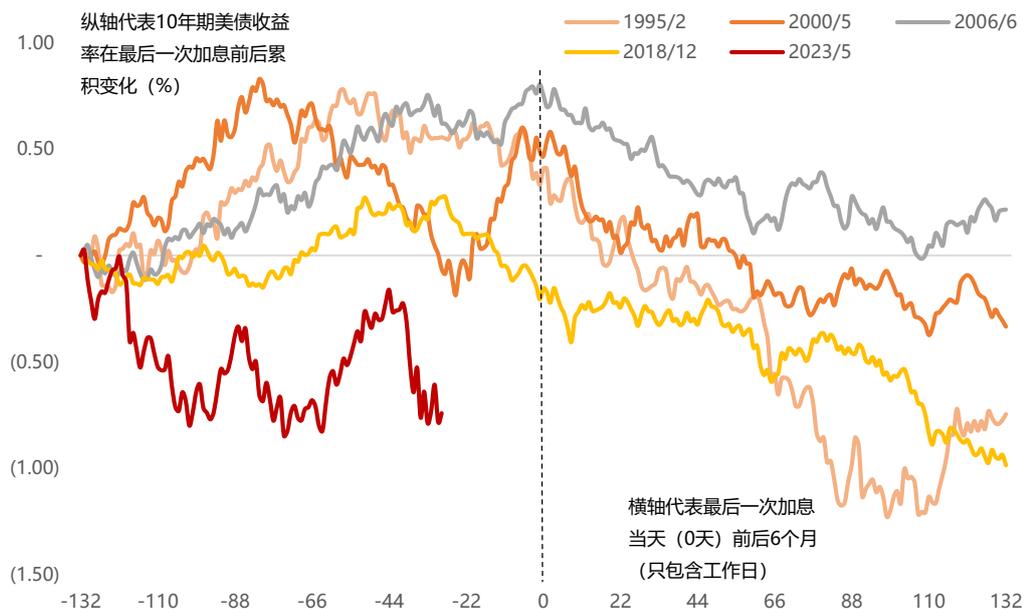
美联储加息结束后的政策观察期，美债利率震荡下行可能性更大，将利好成长风格。美债利率下行是 1990 年以来四轮美联储加息尾声阶段的共同特征，一般来说有两个规律：一是 10 年期美债收益率在暂停加息时点前 2-3 个月开始进入下行通道，二是加息周期中 10 年期美债利率的高点对应的是加息幅度的峰值而非终值水平。因此本轮美债利率的高点大概率已经出现，再回到 4% 以上利率水平的可能性不大。

图 32：过去三轮成长风格占优时，货币政策均是宽松的环境



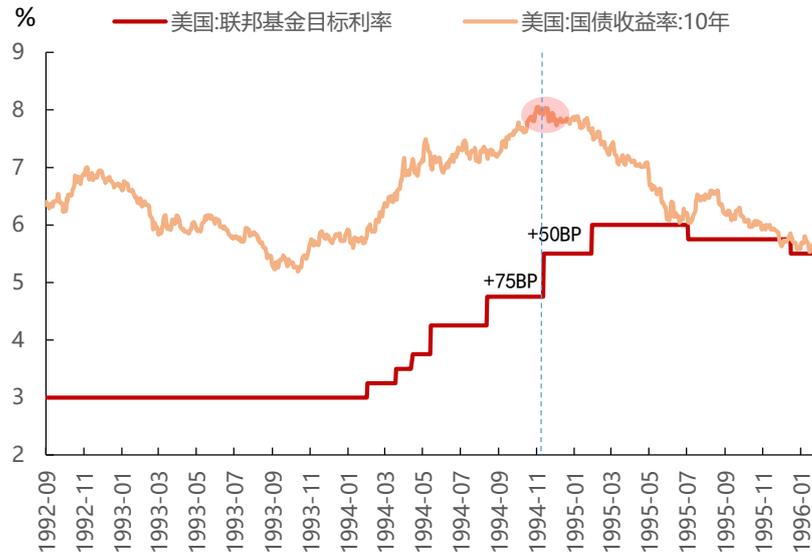
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 33：美联储暂停加息前后美债收益率表现



数据来源：Wind，东方红资产管理，红线代表预估 2023 年 5 月为最后一次加息

图 34：1994-1995 年加息幅度退坡对应美债利率见顶



数据来源：Wind，东方红资产管理

板块方面，基于政策红利和技术进步双轮驱动，TMT 或将迎来新一轮景气周期。消费则有所分化，其中医药、餐饮食饮、出行链有望改善。政策放松可能带动从地产到地产链的轮动，央国企改革则有望带来价值重估机会。

三、 风险与不确定性

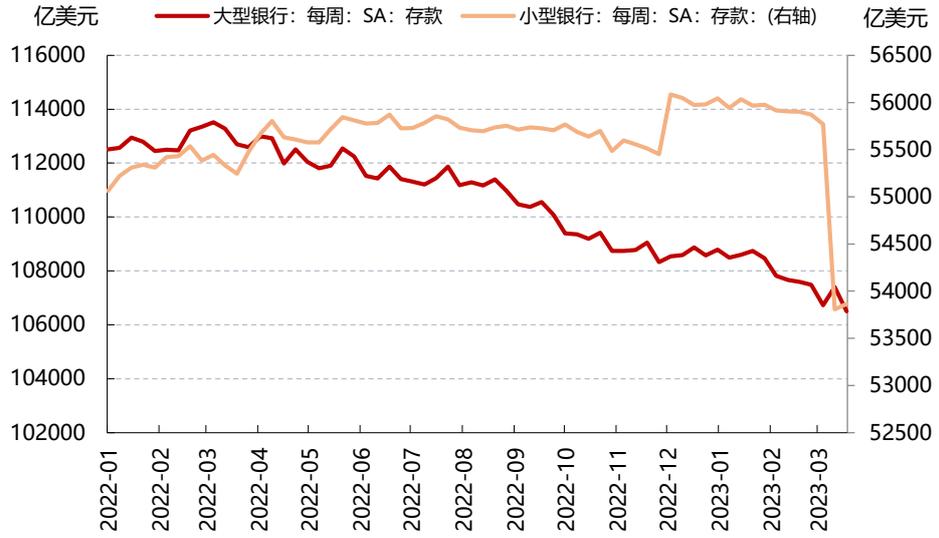
建议关注欧美金融稳定性的风险。近期欧美金融市场面临新一轮压力测试，背后是欧美央行持续加息导致金融脆弱性显现，而中小银行是薄弱环节。具体表现为：

(1) 负债端流失：在硅谷银行事件后出现存款搬家现象，中小银行存款流出压力大；

(2) 资产端损失：中小银行业务结构中，高风险业务占比更多，如商业地产贷款和 CMBS 证券，资产减值压力更大；

(3) 金融风险的传染往往是非线性的，负面舆情和恐慌情绪会加剧部分薄弱环节的风险暴露，存在市场主动寻找风险点而导致风险爆发的可能性。

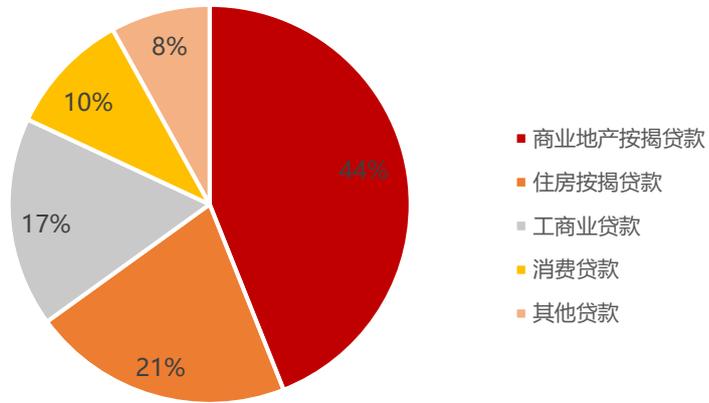
图 35: 小型银行存款遭到挤兑



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 36: 小型银行商业地产按揭贷款比例较高

小型商业银行贷款结构



数据来源: Wind, 东方红资产管理

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。