

结构制胜，等待转机

文/东方红资产管理 权益研究团队

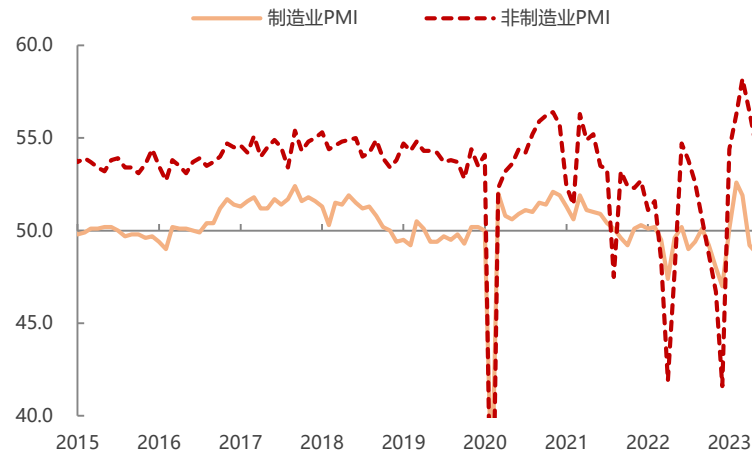
摘要

- 经济内生动能修复仍有待增强：**经历了一季度超预期回暖后，二季度经济动能明显环比放缓。4月政治局会议指出，“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。”库存周期的拐点可能在年底出现，意味着本轮经济真正企稳或要等到2023年底2024年初。经济压力下，政策稳增长力度可能加码，降息或是政策发力的序幕，但政策可能以整体宽松和结构性呵护为主，而非大开大合的刺激。从政府调研方向和重大会议部署来看，未来政策方向可能更偏向于支持“现代化产业体系”建设。当前结构性失业问题也需寻求通过产业结构调整解决，而非“走老路”。
- A股等待转机：**资产端和负债端暂不支持大级别指数性行情，仍以结构性机会为主。A股上市公司中七成属于工业，业绩对工业复苏更敏感，在宏观经济“服务业强、工业弱”的分化格局下，可能要等待PPI企稳→工业企业利润→A股盈利的传导。市场估值已充分定价“弱现实+弱预期”，股市和国债收益率均接近去年10月低点，但无风险利率的下行被高风险溢价对冲。要打破“弱预期”看政策，走出“弱现实”看ROE企稳。负债端的驱动力可能有限，市场缺乏强有力的增量资金，存量资金博弈的局面难改变。
- 风险和不确定性：**美国加息超预期，中国经济增长动能不足，中美关系不稳定。

一、宏观经济

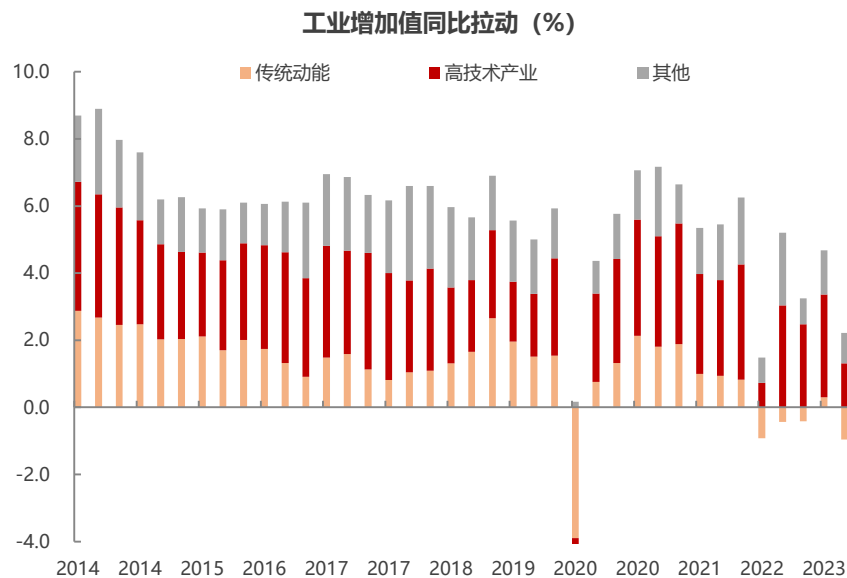
随着消费场景的修复，中国经济在一季度修复较快，但随着积压需求的释放效应逐步消退之后，二季度经济动能明显环比放缓，符合政治局会议判断的“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。经济结构分化剧烈，服务业复苏与制造业放缓并存，新动能加速难以完全对冲传统动能的放缓，经济恢复不平衡的局面有待改善。整体经济恢复调整仍需要一段时间。

图 1：服务业复苏与制造业放缓并存



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 2：新动能加速难以完全对冲传统动能的放缓



注：传统动能包括非金属矿采选业, 纺织业, 纺织服装、服饰业, 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业, 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业, 家具制造业, 造纸和纸制品业, 印刷和记录媒介复制业, 文教、工美、体育和娱乐用品制造业, 化学纤维制造业, 橡胶和塑料制品业, 非金属矿物制品业, 黑色金属冶炼和压延加工业, 金属制品业；高技术产业包括化学原料和化学制品制造业, 医药制造业, 通用设备制造业, 专用设备制造业, 汽车制造业, 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业, 电气机械和器材制造业, 计算机、通信和其他电子设备制造业, 仪器仪表制造业, 废弃资源综合利用业, 金属制品、机械和设备修理业。

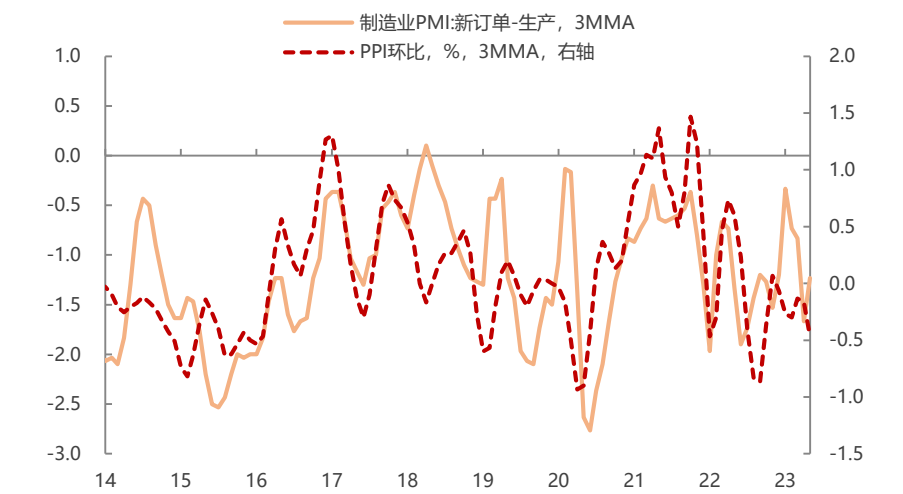
数据来源：Wind，东方红资产管理

需求恢复逐步弱于供给恢复，短期供需环境改善有待时日。供需环境会

决定企业未来的生产、投资活动：短期来看，供需环境将影响产品价格以及企业生产行为；中期来看，供需环境会影响资本利用率，进而影响企业未来的产能投资行为。

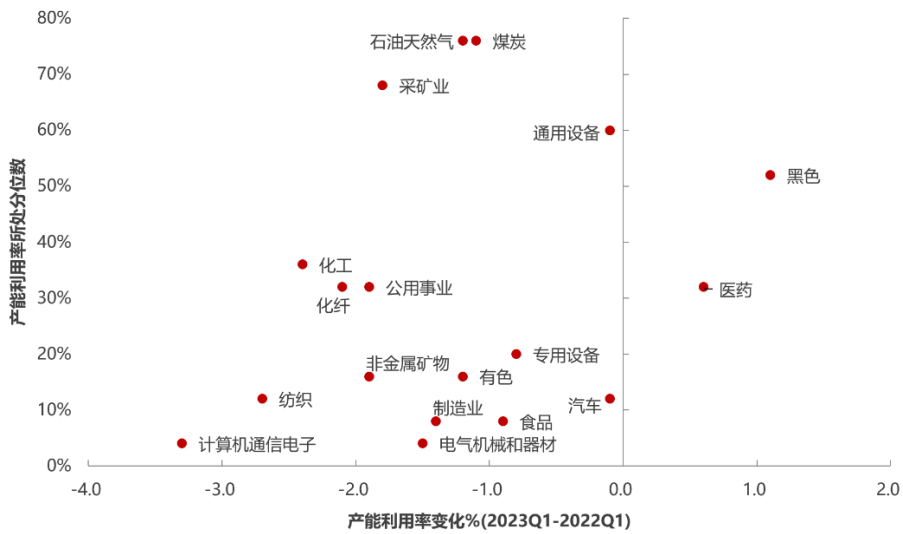
从生产端来看，制造业企业需求恢复弱于供给恢复，体现在工业品疲弱的价格，指向企业短期更倾向于继续处于主动去库存阶段。从产能投资端来看，除煤炭、油气、采矿等上游行业以外，大部分行业的产能利用率相较于去年同期出现下滑，使其产能利用率降至历史 20% 分位数以下。

图 3：需求放缓使得供需结构恶化，也体现在工业品价格的疲弱上



数据来源：Wind，东方红资产管理

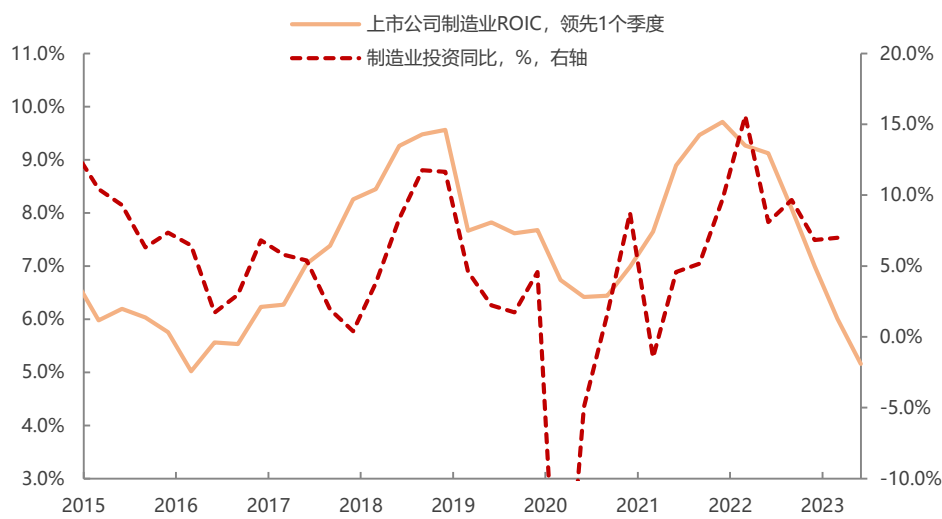
图 4：需求疲弱使得大部分行业产能利用率降至历史低位



数据来源：Wind，东方红资产管理

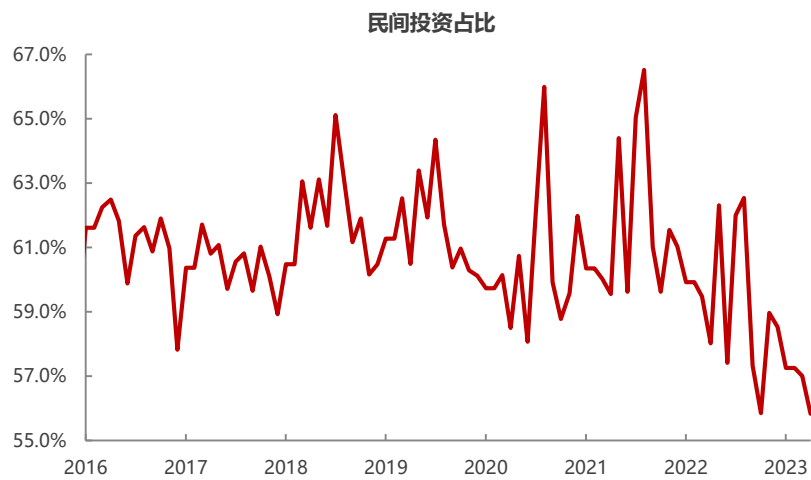
需求不足的背后是居民收入预期放缓、地方政府“土地财政”模式遇阻、外需放缓。企业需求本质上来来自于三个层面：居民消费支出、政府部门投资支出和海外需求。而当前居民收入预期放缓使得消费支出增速中枢下降，地方政府“土地财政”模式受阻使得投资增速放缓，全球经济大环境放缓叠加中美博弈使得外需放缓。需求不足将导致企业及全社会回报率下降，其中企业投资回报率下降体现为上市制造业企业 ROIC 放缓，这将显著影响企业（尤其是民营企业）的投资信心。

图 5：全社会回报率下降，后续制造业投资增速面临放缓压力



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 6：企业（尤其是民营企业）的投资信心不足

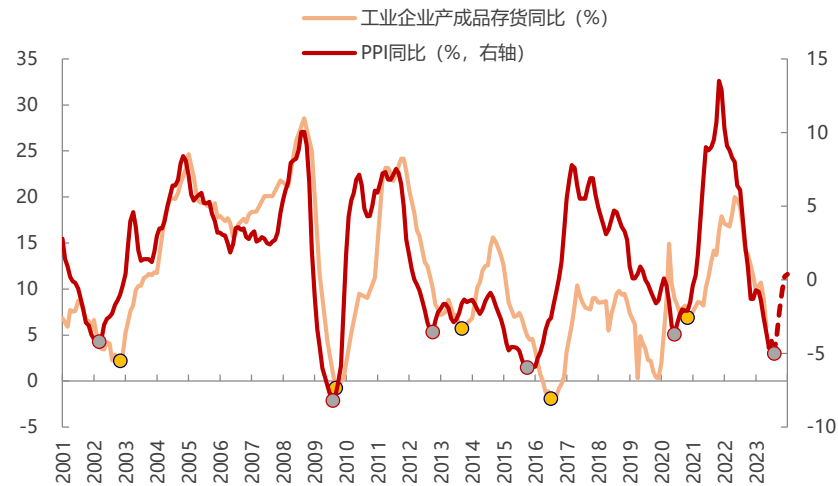


数据来源：Wind，东方红资产管理

参考库存周期，本轮经济真正企稳或需要等到 2023 年底 2024 年初：从历史上的库存周期来看，价格往往是库存周期的领先指标，从 PPI 同比见底到库存增速见底平均间隔约 6 个月。根据预测，本轮 PPI 同比增速可能于 7 月见底，这意味着库存增速可能在 2023 年末或 2024 年初见底。

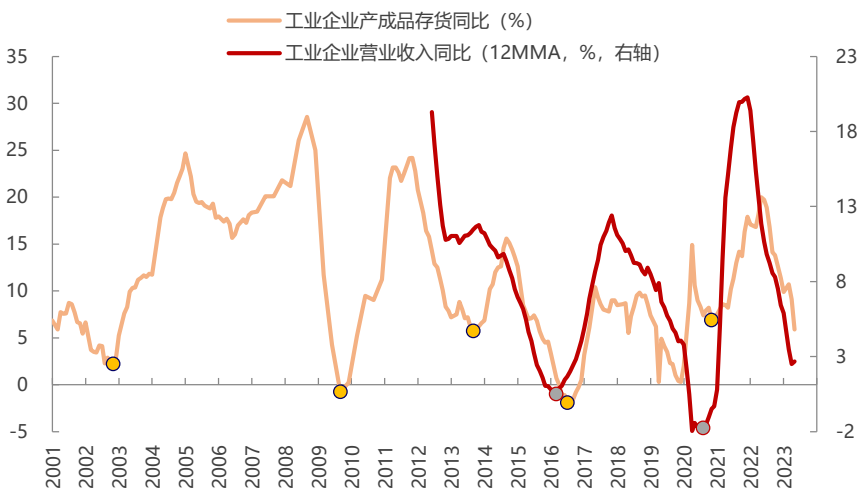
当前中国经济处于主动去库存阶段，放大了经济“需求不足”的感受。参考历史上库存周期的时滞规律，如果本轮库存增速在 2024 年初见底，那么有可能在 2023 年四季度进入被动去库存阶段。当经济进入被动去库存阶段时，通常供需环境已有所改善。当然，具体时点仍需观察本轮后续需求政策以及去库存进程。

图 7：PPI 领先于库存周期



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 8：新一轮补库周期开启往往需要看到需求先行改善

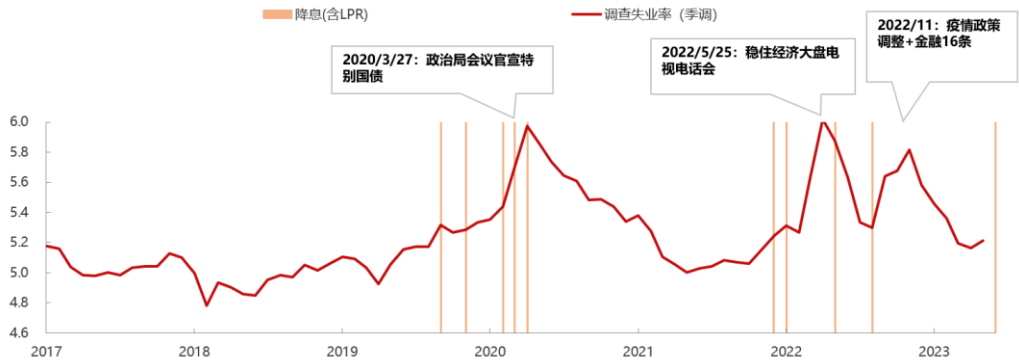


数据来源：Wind，东方红资产管理

经济压力下，就业压力上升，尤其是年轻人就业的结构性问题突出：5 月数据显示 16-24 岁青年失业率高达 20.8%；随着 7-8 月高校毕业季将至，稳就业进入关键期。年轻人更偏好高端制造与服务业，建筑业对年轻人的吸引力不大。吸纳青年超额就业（16-24 岁城镇就业分行业占比-整体城镇就业分行业占比）前几的行业集中在高端制造&服务业，包括计算机通信电子、住宿餐饮、软件信息技术、教育、居民服务、文体娱、租赁商服、卫生社工、电气机械。这意味着，要解决年轻人失业的问题，也需依靠产业结构调整，而非“走老路”。

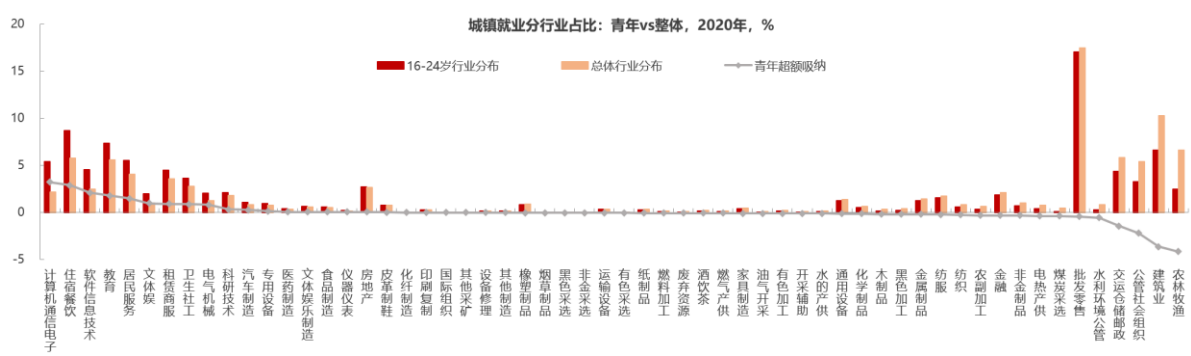
降息或是政策发力的序幕，新一轮稳增长或在路上。央行开展降息并引导 LPR 下调仅是新一轮逆周期调节的第一步，6 月国常会明确研究推动经济持续回升向好的一批政策，反映政策稳增长力度正在加码，后续财政、货币政策都有可能出台更多增量措施以稳定经济大盘。政策可能以整体宽松和结构性呵护为主，大开大合的刺激概率不高。

图 9：2019 年以来失业率走高时，政策往往会有呵护



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 10：年轻人更偏好高端制造&服务业，建筑业对年轻人的吸引力不大



数据来源：Wind，东方红资产管理

从政府调研方向和重大会议部署看，未来政策方向可能更偏向于支持“现代化产业体系”建设。二季度以来，领导人先后于广东、湖南、海南、山东、北京等地进行考察调研，主要聚焦于先进制造业和科技创新。两会《政府工作报告》和 4 月政治局会议都将“加快建设现代化产业体系”放在重要的位置。

建设现代化产业体系的四条主线当中，一是提升保障能力，重点领域包括粮食、能源、关键基础材料、国防军队建设等；二是保证自主可控，包括核心零部件、基础工艺、电子元器件、关键基础软件等产业基础再造，及电力设备、新能源、通讯设备等重大技术装备攻关；三是提升竞争能力，包括传统产业升级和战略新兴产业壮大；四是抢占国际竞争高地，重点领域包括数字经济、人工智能等。

图 11：建设现代化产业体系四条主线，科技创新是重中之重



数据来源：《党的二十大报告辅导读本》，东方红资产管理

二、 市场展望

1. A 股等待转机，盈利对工业复苏更敏感

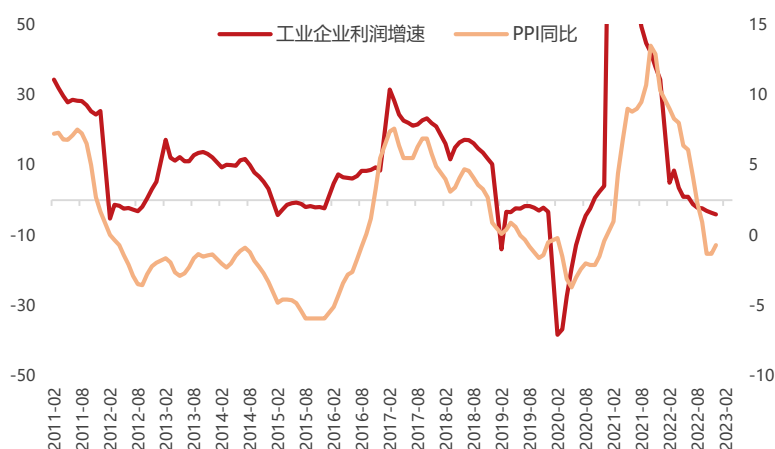
业绩方面，上市公司盈利与工业企业利润增速同步性强，后者与 PPI 走势高度一致。如果 PPI 三季度见底，库存周期四季度见底，企业盈利可能有所好转。

政策方面，上半年主要依赖于自然修复，随着新一届政府完成换届，“大兴调查研究之风”进入解决问题阶段，下半年政策可能再发力，建议关注 7 月政治局会议及 10 月三中全会。

海外方面，美国通胀仍有韧性，加息预期在上半年多次反复，7 月可能继续加息，下半年有望结束本轮加息周期，建议关注美联储议息会议及 8 月底 Jackson

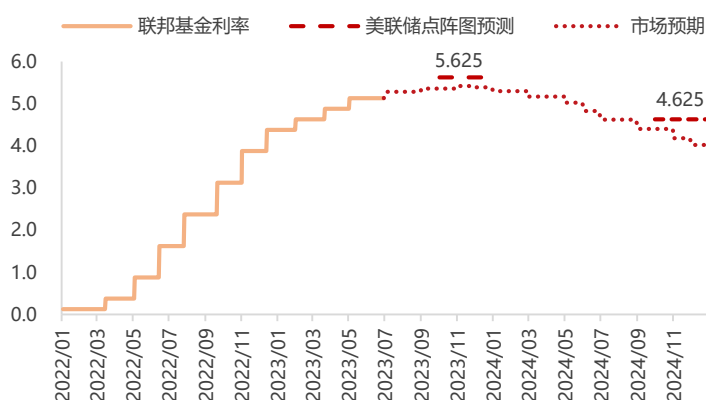
Hole 全球央行年会。

图 12：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

图 13：市场预期美联储货币政策的转向在 2023Q4

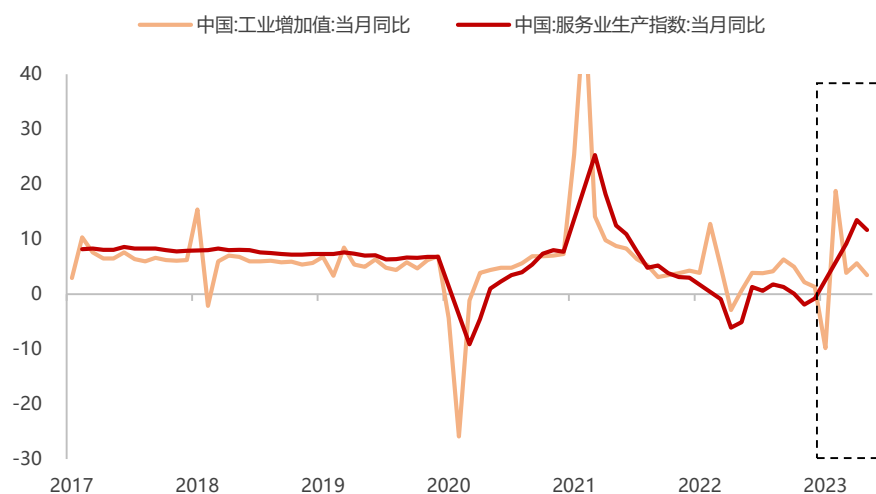


数据来源：Wind，东方红资产管理

本轮经济修复表现分化，呈现“弱复苏，强分化”特征，前期受疫情影响更大的服务业展现较强的复苏弹性，而工业复苏乏力。2023 年 1-5 月服务业生产指数累计同比达到 9.1%，同期规模以上工业增加值累计同比仅为 3.6%。

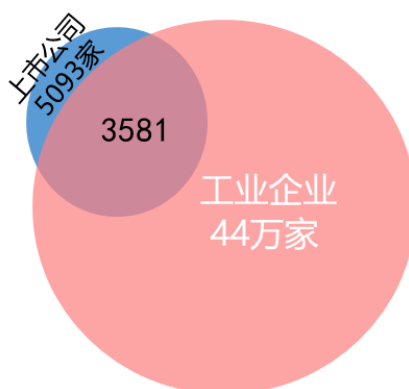
A 股上市公司中七成属于工业，业绩对工业复苏更敏感。A 股 5000 家上市公司中 70%左右为工业企业，上市公司盈利与工业企业利润增速同步性强，因此股市对工业复苏更敏感，与服务业复苏的相关性则相对较弱。

图 14：服务业复苏强，工业复苏弱



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 15：A 股上市公司 70%左右为工业企业，股市对工业复苏更敏感



数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 等待价格企稳信号，市场已充分定价“弱现实+弱预期”

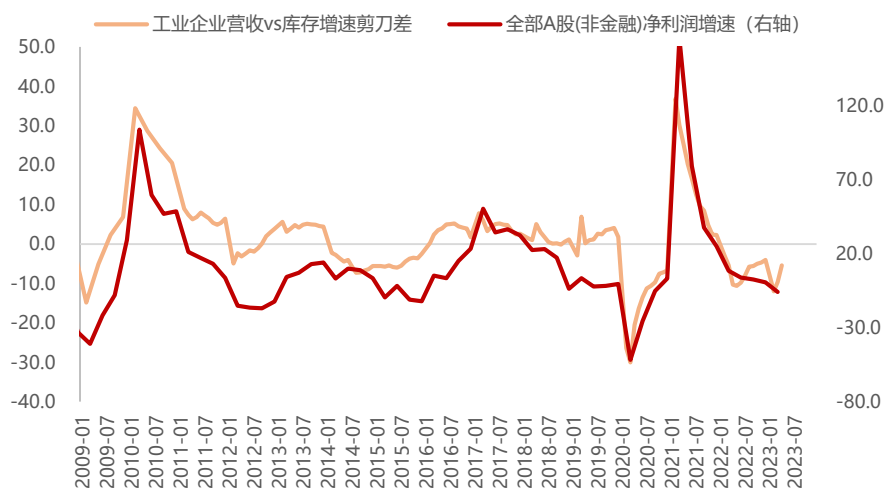
PPI 与工业企业利润走势基本一致。PPI 扩张周期往往是工业企业盈利的改善周期，从历史趋势来看，价格走势与利润走势基本同步。若下半年 PPI 企稳回升，则将有利于支撑企业盈利改善。5 月 PPI 同比增速进一步下探至-4.6%，主要系内、外需定价商品共振走弱影响。后续 PPI 走势取决于国内工业需求端变化，内需修复放缓下政策再发力的必要性在提升；库存周期见底，也会对价格和企业盈利形成支撑。

图 16: PPI 和工业企业利润走势高度相似



数据来源: Wind, 东方红资产管理

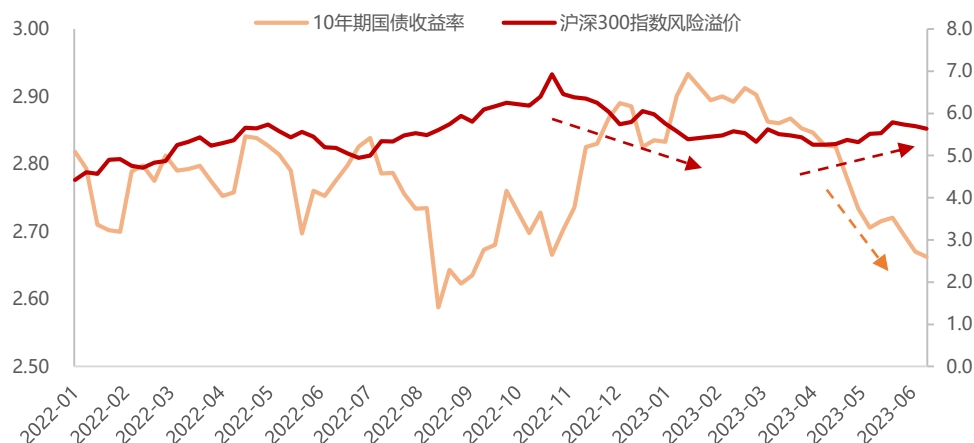
图 17: A 股(非金融)盈利周期与库存周期基本同步



数据来源: Wind, 东方红资产管理

股市和国债收益率均接近去年 10 月低点, 无风险利率的下行被高风险溢价对冲。当前资产价格已经隐含过度悲观的经济预期, 当前十年期国债利率已下行至 2.7% 下方, 接近去年低点; 但二季度以来沪深 300 的风险溢价再度抬升, 抵消了无风险利率下行的效果。

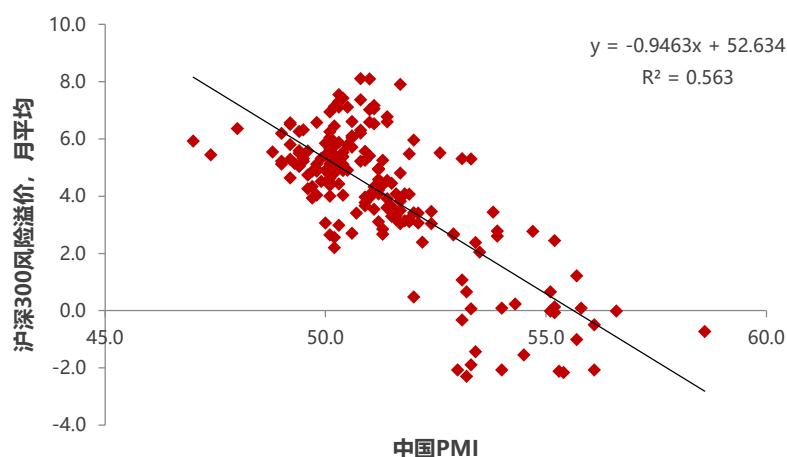
图 18：当利率下行反映的是反应对未来增长的担忧，风险溢价抬升



数据来源：Wind，东方红资产管理

经济预期导致股权风险溢价难以有效下降，进而压制 A 股。风险溢价是经济增长的函数 $ERP=f(g)$ ，在经济弱复苏的年份，风险偏好的修复往往有“天花板”，如 2013-2014 年、2019 年的风险溢价中枢和波动区间也都出现了上移，较难回归到均值以下的位置。当下对于长期增长和地缘政治的悲观预期，制约估值修复的空间。

图 19：风险溢价与经济增长呈现负相关性



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 20：风险溢价中枢类似 2013-2014、2019 年，可能长时间处于高位

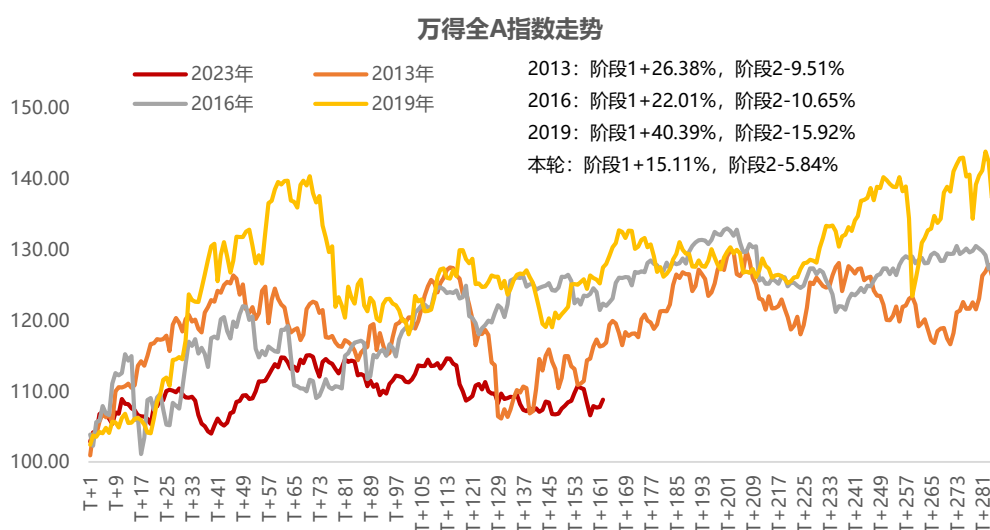


数据来源：Wind，东方红资产管理

历史上熊市过后的第一波修复行情均有所回撤。2013 年、2016 年及 2019 年熊市结束、第一波反弹后均有回撤，往往是经济边际走弱，复苏基础不牢固，或政策收缩，比如 2013 年“新国五条”、2019 年 4 月政治局会议转向。

下半年政策或将更积极。历史经验来看，打破“弱预期、弱现实”需要看到稳增长政策信号明确（如 2013 年、2019 年），或者基本面明显改善（如 2016 年）。以 6 月下旬国常会研究推动经济持续回升向好的一批政策措施为开始，下半年政策端有望更加积极。

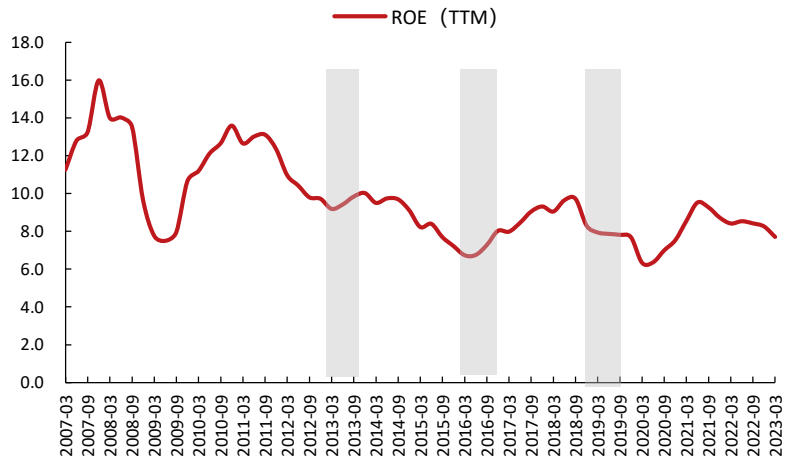
图 21：2013、2016 及 2019 年熊牛转折第一波行情后均有回撤



注：T 为最低点，阶段 1 为第一波反弹、阶段 2 为第一波回撤

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 22：历史上走出“弱现实”往往伴随着 ROE 企稳乃至回升



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 负债端风险偏好有待改善

2023 年年初至今公募新基金发行持续低迷，市场缺乏强有力的增量资金。截至 6 月初主动权益型基金累计发行份额仅不到 800 亿份，较去年同期下滑 20%。可能原因一是 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；二是公募基金净值尚未修复形成拖累，负债端风险偏好改善或需等待市场确认反转。

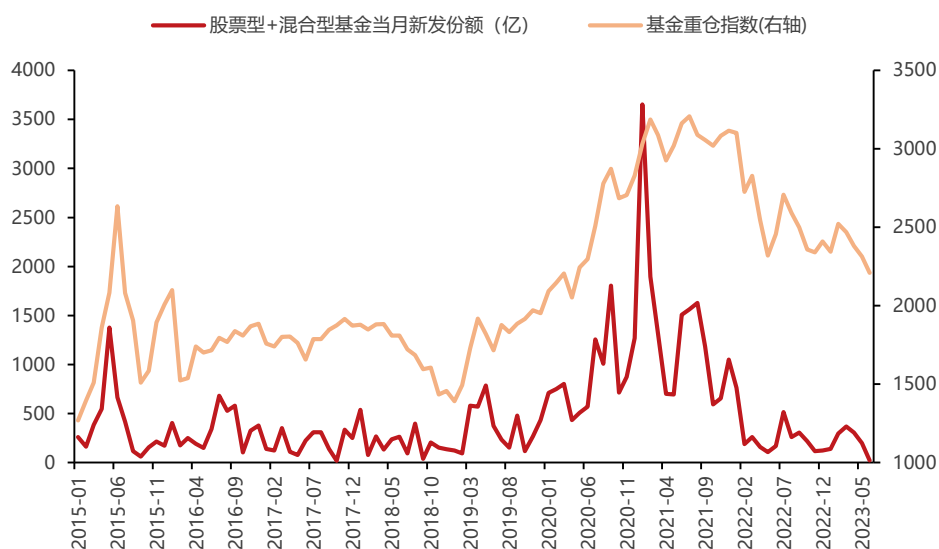
图 23：一轮大的行情往往需要资产端&负债端的共振



注：偏股混合型基金指数代码 885001

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 24：基金发行和基金重仓股走势总体较为同步



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

- 1. 美国加息超预期：**美联储虽然暂停加息，但仍维持鹰派立场，最近通胀和就业数据的韧性不支持正式结束加息的合理性，市场可能低估了美联储进一步收紧的风险。若美元和美债利率进一步上行，人民币资产将面临压力。
- 2. 中国经济增长动能不足：**从增长动能的角度来说，经济复苏仍缺乏抓手。过去三年给经济主体带来了心理性和财务性的疤痕效应，无论是居民、企业还是地方政府的资产负债表，在自然条件下的修复都需要一定时间。房地产可能依然不会“作为短期刺激经济的手段”，地产调控政策力度和效果在一线和非一线城市不对等的问题突出，推高房价风险成为房地产需求政策放松的掣肘。
- 3. 中美关系不稳定：**中美长期竞争格局不变，民主党在面临明年大选压力的情况下可能会频繁地打“中国牌”来争取政治得分，对中国新能源、半导体等产业的打压性贸易政策、制裁措施可能升级。

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。