

底部特征渐显，寻找率先出清的机会

文/东方红资产管理 权益研究团队

摘要

- 四季度经济有望边际改善：**三季度价格下行+去库存，对中国经济复苏形成一定的压力，而这两个因素在四季度可能边际改善，“价格底”出现意味着经济中的名义变量可能率先改善，库存周期拐点可能在四季度出现，从主动去库转向被动去库甚至主动补库。7月政治局会议标志着政策拐点的出现，但考虑到2024年是全球“超级大选年”，政策上或保留空间应对外部环境的不确定性。中长期的问题仍然面临挑战，一是中国房地产供求关系发生重大变化，二是部分私人部门信心不足，居民高储蓄，企业缩表，资产负债表修复需要时间。
- 市场底部特征渐显：**六大信号值得关注：1、政策的不断支持对市场有下行保护；2、历史上，A股非金融的“盈利底”与PPI底部基本同步出现，中报大概率是盈利低点；3、资本市场改革措施有望扭转资金平衡表；4、外资可能后知后觉，过去在类似的大规模月度流出后的三个月内，A股平均回报率为8%；5、从换手率来看，市场已计入较多的悲观情绪；6、人民币汇率快速贬值阶段或已过去。在经济弱复苏下，多数行业复苏的增长弹性有限，导致从需求侧追踪景气度的配置难度加大，结合供给侧视角可能是获取超额收益的重要思路。
- 风险与不确定性：**美国加息超预期，中国经济复苏基础仍待加固，中美关系不稳定。

一、宏观经济

2023年以来，中国经济经历了复苏和放缓的多次反复。年初受防疫政策调整影响，一季度经济一度快速复苏，4月后经济修复斜率开始放缓，到了三季度，复苏节奏有所放缓，7月增速出现回撤，8月有所企稳。降价去库存导致了一定的经济压力：一方面，二季度以来CPI与PPI增速下行，7月更是双双转负，使得经济中的名义变量放缓压力加大；另一方面，三季度经济处于“主动去库存”阶段，且对比以往去库存周期，本轮去库存的速度更快，企业去库存也放大了终端需求不足的感受。

图 1：以高频经济数据拟合的月度 GDP 增速在三季度放缓



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 2：Q2-Q3 处于“主动去库存”阶段

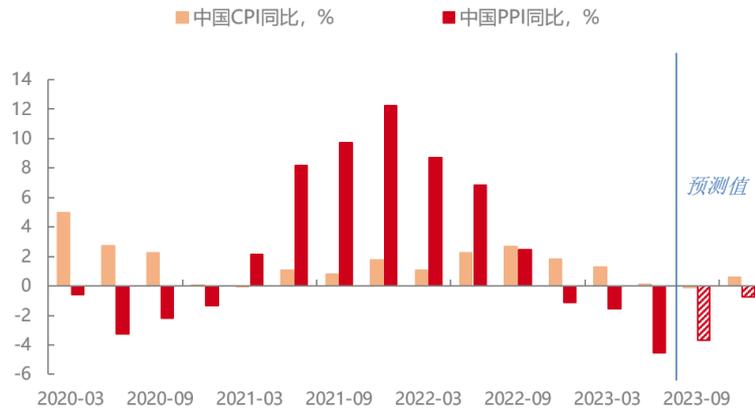


注：2021 年营收增速为两年复合增速。

数据来源：Wind，东方红资产管理

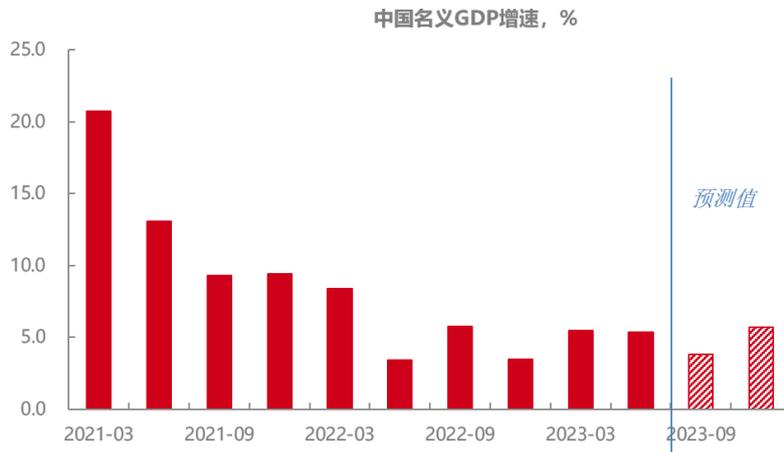
四季度宏观经济可能环比改善，主要由于“价格底”可能已经出现，经济中的名义变量可能率先改善。今年以来，受 CPI 和 PPI 同时疲弱影响，GDP 平减指数同比负增长，但三季度无论 CPI 还是 PPI 增速，大概率均已见底。价格增速见底将带动经济中的名义变量率先改善，名义 GDP 增速在三季度可能也已见底。而股票市场所关心的企业盈利，往往是由名义 GDP 决定的。

图 3：“价格底”可能已出现



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 4：中国名义 GDP 增速大概率在三季度已见底

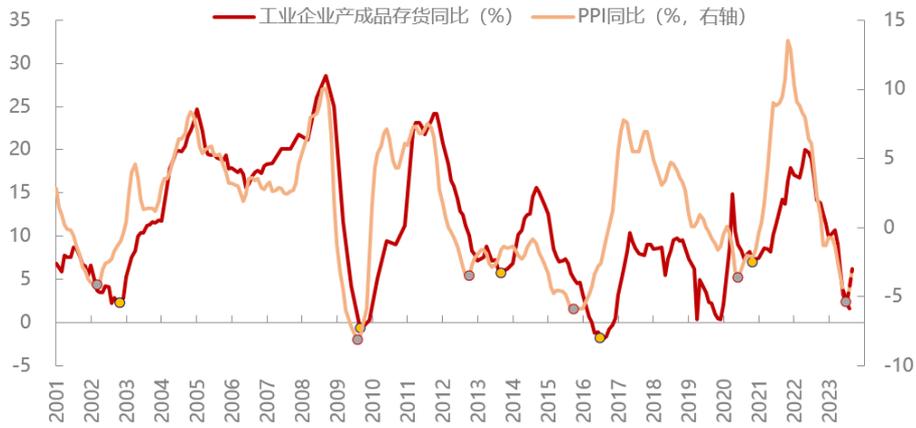


数据来源：Wind，东方红资产管理

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，同时，被动去库存一般持续约 3-4 个月的时间，最早可能在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。

7 月工业企业原材料库存降幅已收窄，而原材料补库存往往是整体库存周期的领先指标，如 2015 年 12 月原材料库存增速见底，而 2016 年中产成品库存增速见底回升。本轮上游供需格局好于 2014-2015 年，产能利用率更高，上游可能率先进入补库存，能够全面走向补库存观察终端需求。

图 5: PPI 领先于库存周期



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 6: 上游原材料库存同比增速已经回升, 后续待终端需求验证



数据来源: Wind, 东方红资产管理

政策方面, 7 月政治局会议以来“稳增长”政策密集落地, 但市场也已有所定价。财政扩张受到财政减收的掣肘, 中国财政收入占 GDP 的比重于 2015 年见顶, 2020 年之后进一步快速下行, 来自收入端的压力已经传导到支出端。此外, 2024 年是全球“超级大选年”, 地缘政治的不确定性上升。面对外部环境的不确定性, 大概率需要保留一定的政策空间以应对“风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”。

图 7：政治局会议以来，“稳增长”政策已有明显的落地

	政策	支持领域
2023/7/24	【中共中央政治局】要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心。	-
2023/7/28	【国家发展改革委】《关于恢复和扩大消费的措施》一、稳定大宗消费。二、扩大服务消费。三、促进农村消费。四、拓展新型消费。五、完善消费设施。六、优化消费环境。加强金融对消费领域的支持，持续提升消费服务质量水平，完善促进消费长效机制。	消费
2023/7/28	【国务院】召开在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造工作部署电视电话会议	投资
2023/7/28	【工业和信息化部 国家发展改革委 商务部】发布轻工业稳增长工作方案（2023—2024年）	产业
2023/7/28	【国家发展改革委等部门】《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》一、促进公平准入。二、强化要素支持。三、加强法治保障。四、优化涉企服务。五、营造良好氛围。	民企
2023/8/1	【财政部 税务总局】关于延续执行农户、小微企业和个体工商户融资担保增值税政策的公告	财税
2023/8/1	【财政部 税务总局】关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的公告	财税
2023/8/1	【财政部 税务总局】关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告	财税
2023/8/2	【财政部 税务总局】关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告	财税
2023/8/2	【财政部 税务总局】关于支持小微企业融资有关税收政策的公告	财税
2023/8/2	【财政部 税务总局 人力资源社会保障部 农业农村部】关于进一步支持重点群体创业就业有关税收政策的公告	财税
2023/8/2	【财政部 税务总局 退役军人事务部】关于进一步扶持自主就业退役士兵创业就业有关税收政策的公告	财税
2023/8/15	【央行】降息：7天逆回购利率调降10BP，1年期MLF利率调降15BP	货币
2023/8/21	【央行】1年期LPR下调10BP	货币
2023/8/25	【住建部 央行 金融监管总局】近日住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施	房地产
2023/8/27	【财政部 税务总局】证券交易印花税实施减半征收	资本市场
2023/8/27	【证监会】阶段性收紧IPO节奏	资本市场
2023/8/27	【证监会】进一步规范股份减持行为	资本市场
2023/8/27	【上交所 深交所 北交所】降低融资保证金比例	资本市场
2023/8/31	【央行 金融监管总局】联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套房贷款利率有关事项的通知》	房地产
2023/8/31	【国务院】日前印发《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》，决定提高3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人个人所得税专项附加扣除标准	财税

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 8：市场已有所反应



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 9：中国财政收入占 GDP 比重持续下降



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 10：地缘政治重要事件时间表



数据来源：Wind，东方红资产管理

7 月底政策提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”。根据估算，假设 21 个超大特大城市的城中村拆除比例为 30%，假设建设周期为 7-10 年，则平均单年投资额可能在 9000 亿~1.3 万亿。变数则在于中央层面对于“城中村”的广义财政支持。城中村改造金额对建筑面积、拆除比例和改造周期等参数都很敏感，且最终都取决于资金。参考 2015-2017 年棚改，中央层面的广义财政对于“城中村改造”的支持力度对拉动效应至关重要。

图 11：超大特大城市城中村改造规模敏感性测算

城中村改造金额 (亿/年)	拆除比例					
	20%	30%	40%	50%	60%	
改造周期(年)	5	12,358	18,538	24,717	30,896	37,075
	6	10,299	15,448	20,597	25,747	30,896
	7	8,827	13,241	17,655	22,069	26,482
	8	7,724	11,586	15,448	19,310	23,172
	9	6,866	10,299	13,732	17,165	20,597
	10	6,179	9,269	12,358	15,448	18,538

	单位	面积空间
超大特大城市市区总面积	平方公里	171645
城中村面积占比	%	2%
城中村面积	平方公里	3433
住宅用地面积占比	%	30%
城中村初始容积率		1.5
城中村住宅面积	平方公里	1545
	亿平方米	15.45
拆除后容积率/拆除前容积率		2
拆除后面积	亿平方米	30.9
拆除比例假设		30%
拆迁+建安费用建设	元/平方米	10000
整体投资规模	万亿	9.3
改造周期假设	年	7
平均每年投资额	万亿	1.3

数据来源：Wind，东方红资产管理

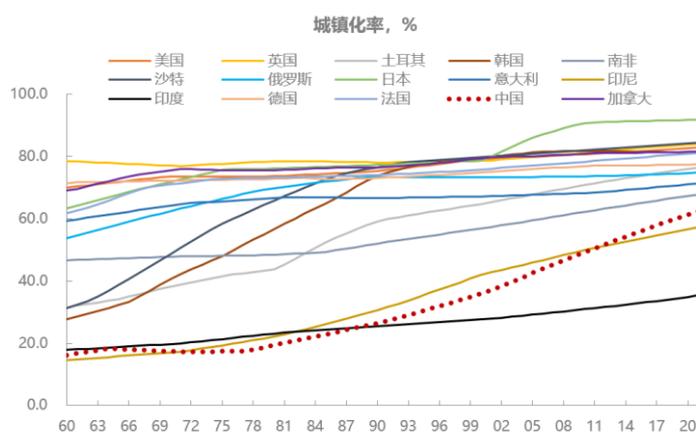
中长期来看，主要聚焦两个方面。一是中国房地产供求关系发生重大变化。从刚需角度来看，中国“买房主力”（25-49岁主力购房人口）自2015年以来已不断下滑，同时城镇化率已超过60%，海外经验显示60%~70%左右是城镇化率的瓶颈，意味着地产刚需增长可能受限。从改善性或投机性需求来看，由于受资产价格影响较大，投机性需求长期可能也将下降。二是部分私人部门信心不足，资产负债表修复是慢变量。收入预期放缓使得消费支出增速中枢下降，居民消费意愿仍未回到疫情前水平，近两年都出现储蓄高增长的现象。2022年住户存款新增17.8万亿；2023年截至8月新增11.9万亿，已超过去年同期。企业端，A股上市公司对应行业中相对优质或头部的企业，其中非金融企业偿还债务支付的现金流上升，负债同比增速下行，整体呈现为资产负债率下行幅度加大，指向企业选择“收缩战线”。

图 12：买房主力人数已见顶回落



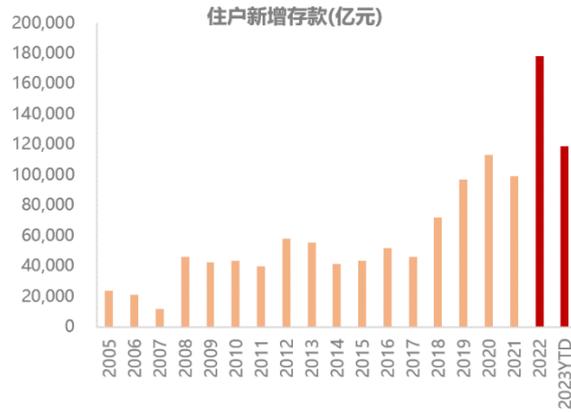
数据来源：United Nations, 东方红资产管理

图 13：从海外经验来看，60%~70%左右是城镇化率的瓶颈



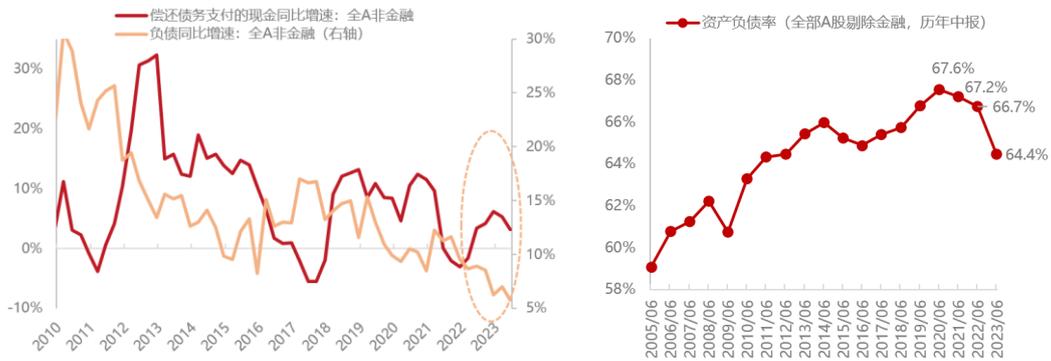
数据来源：World Bank, 东方红资产管理

图 14：居民趋于保守



数据来源：Wind，东方红资产管理

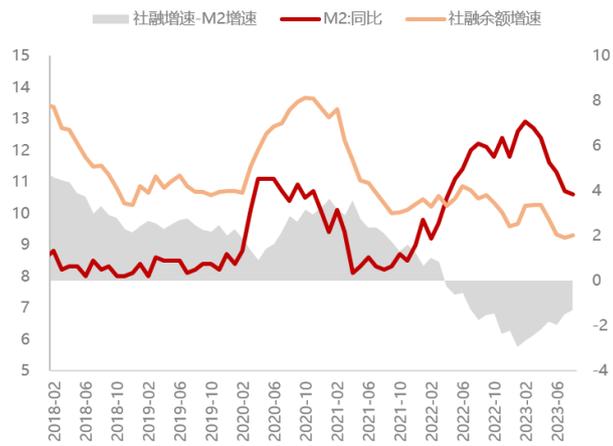
图 15：企业加杠杆意愿不强，而在主动偿还债务



数据来源：Wind，东方红资产管理

此外，中国宽货币尚未传导至宽信用，体现在社融增速相较于 M2 增速的裂口仍然为负。美国方面，紧信用迟到。美联储的加息周期自 2022 年 3 月就已经开启，但持续不断的财政扩张，包括对居民个税调整、对企业通过产业补贴吸引制造业回流等流量层面的宽财政，在一定程度上抵消了货币紧缩的影响，使得紧缩政策效果还未完全显现，因此经济放缓斜率比此前预期更慢。但迟到并不意味着缺席，中国稳增长政策将开始发挥作用，而美国银行业信贷标准持续收紧也将约束美国增长，进而可能带来中美资产收益率的收敛。

图 16: 社融-M2 的增速剪刀差为负



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 17: 美国金融条件与基准利率方向背离



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 18: 2022 年 8 月起美国新一轮宽财政



数据来源: Wind, 东方红资产管理

二、 市场展望

1. **市场底部特征渐显，信号一：政策拐点。**政策的不断支持对市场有下行保护。7月政治局会议标志政策拐点的出现，有利于大幅降低系统性风险，也为经济企稳回升和资本市场优化改善奠定了基础。债券利率已经领先于股市开启反弹。

图 19：政策拐点已至，历史上市场底与政策拐点相随



数据来源：Wind，东方红资产管理

2. **信号二：盈利底。**从历史上多轮盈利周期来看，上市公司盈利增速与PPI走势呈现高度一致性，A股非金融的“盈利底”与PPI底部基本同步出现，本轮PPI已经在7-8月出现拐头迹象，企业盈利也有望触底回升。2023年中报全A非金融盈利同比下滑9.5%，大概率确认“盈利低点”。中性假设下，根据历史环比季节规律推算，预计下半年A股盈利将跟随名义GDP的趋势回暖，2023年A股剔除金融全年盈利增速回升至低个位数。

图 20：历史上PPI底部与A股盈利底基本同步



数据来源：Wind，东方红资产管理

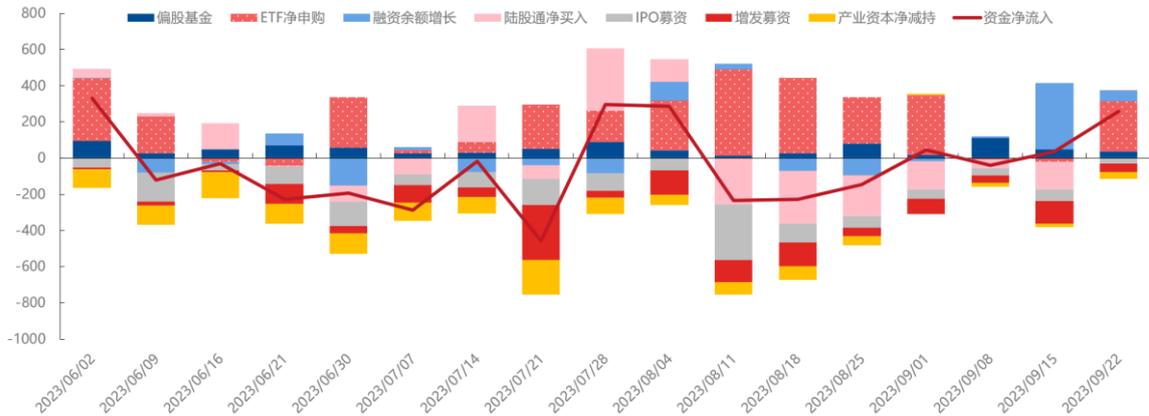
图 21：2023 年 A 股盈利增速预测（中性情形假设）



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. **信号三：资金面开始扭转。**“活跃资本市场”相关政策陆续落地，降低印花税、提高减持的门槛和要求、收紧 IPO 和再融资，使得今年年内的资金需求将降低。如果后续还有推动增量资金的措施落地，将会明显改善 A 股的资金平衡表，可能从第三季度的净流出转变为净流入。

图 22：资本市场资金面供需关系有望改善



数据来源：Wind，东方红资产管理，相关数据为周度数据

4. **信号四：北向资金单月净卖出创新高。**8 月 A 股再现外资大量流出，北向资金单月净卖出 897 亿元，创单月净卖出额新高，此前记录是 2020 年 3 月的 679 亿。但外资可能是后知后觉的，过去在如此大规模的月度流出后的三个月内，从沪深 300 指数来看，A 股平均回报率为 8%。

图 23：今年北向资金波动加大



数据来源：Wind，东方红资产管理

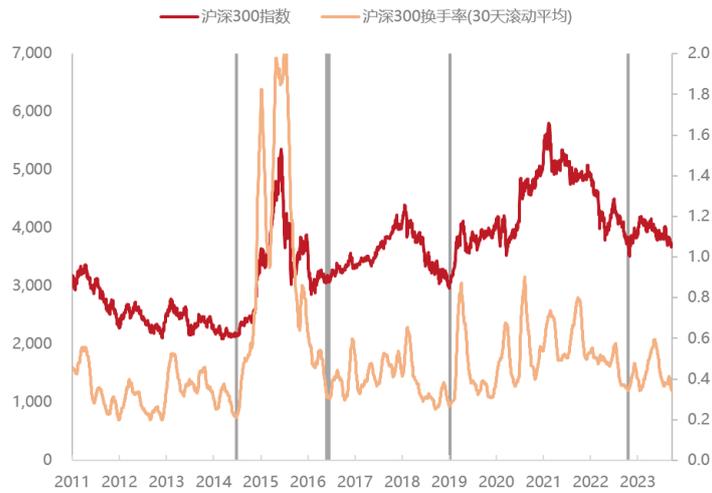
图 24：北向资金显著净流出月份及随后中资股平均回报率



数据来源：UBS，东方红资产管理

- 信号五：市场已计入较多的悲观情绪。换手率是投资者情绪和市场活跃度的重要体现，对市场顶部/底部有一定的指示意义。从历史经验来看，在市场底部区域，成交量往往非常清淡，沪深 300 的日均换手率在 0.3% 左右，当前 9 月的日均换手率为 0.31%。

图 25：历史上极低换手率往往出现在市场底部



数据来源：Wind，东方红资产管理

6. 信号六：人民币汇率快速贬值阶段或已过去。从过去几年来看，市场低谷期往往伴随着人民币汇率的调整。今年二季度以来，美元兑人民币汇率与沪深 300 的相关系数高达-0.8，汇率贬值 A 股承压。此外，央行已出手稳定汇率，近期官方中间价 vs 预测中间价的价差反映出明显的逆周期因子，已经逼近去年 10 月的峰值，央行 9 月 15 日下调金融机构外汇存款准备金率，意在增加市场上的外汇供给，预计人民币汇率继续快速贬值的概率不大。

图 26：历史上汇率底部往往对应 A 股阶段性的底部



数据来源：Wind，东方红资产管理

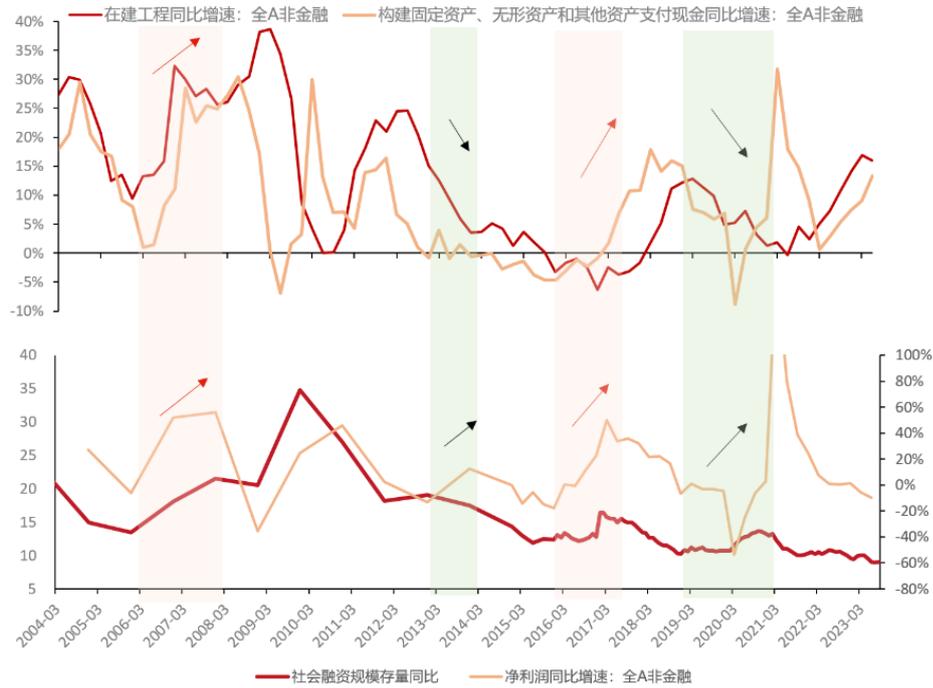
图 27：央行逆周期因子引导汇率稳定



数据来源：Wind，东方红资产管理

如果将盈利周期和产能周期进行对照，盈利“强回升”周期往往伴随着产能扩张周期，比如 2006-2007 年、2016-2017 年，供需基本同步。而 2013 年和 2019 年的盈利“弱回升”周期中，A 股并没有开启全面的产能扩张周期，因为这两次 A 股的资本开支仍处于相对高位，产能并未实现“出清”。但本轮周期则存在供需错配：自 2020 年下半年开始企业普遍认为走出困局，进而开启新一轮产能扩张，但受三年疫情扰动，需求未能有效兑现。尽管当前企业盈利已接近底部，但产能周期处在相对的高位，很多行业存在供需错配的情况。预计 A 股整体短期难以出现量价齐升的盈利弹性，更多是结构性机会。

图 28：盈利“强回升”周期和“弱回升”周期与产能扩张周期的对照

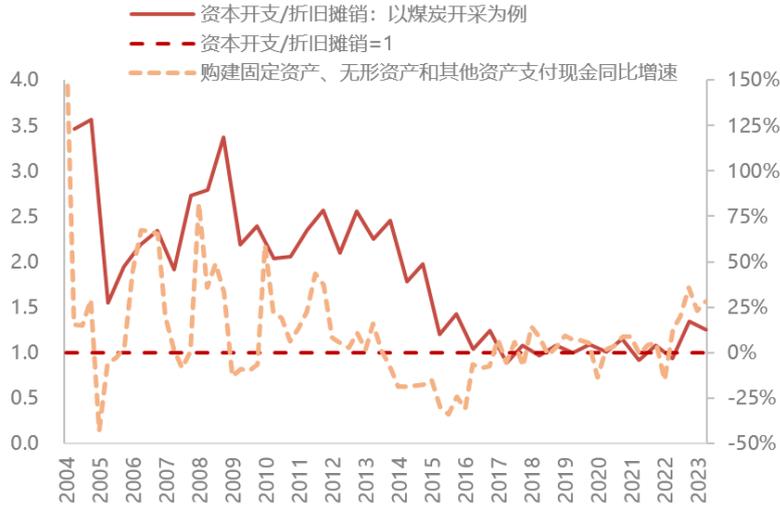


数据来源：Wind，东方红资产管理

在经济弱复苏下，多数行业复苏的增长弹性有限，高景气赛道相对稀缺且定价偏高，导致从需求侧追踪景气度的配置难度加大。结合供给侧视角寻找弹性较大的行业机会，可能是获取超额收益的重要思路。

企业在扩产阶段往往先经历资本开支增长，随后逐渐形成在建工程、固定资产和无形资产等生产性资产，而收缩阶段也先伴随资本开支下降，因此资本开支是反映企业建产能和去产能的先行指标。可以以资本支出/折旧摊销的比例和购建固定资产、无形资产和其他资产支付现金同比增速，来衡量企业资本支出力度（轻资产行业看职工薪酬支付现金）。行业供给出清相对充分时，资本开支/折旧摊销往往已降至 1 左右甚至以下，基本接近投入与折损的动态平衡，购建固定资产现金增速持续为负，产能处于相对较低水平；此时伴随着需求侧边际改善，企业可能出现供不应求和产能利用率上升，资本开支增速拐头转正，经营指标全面改善。

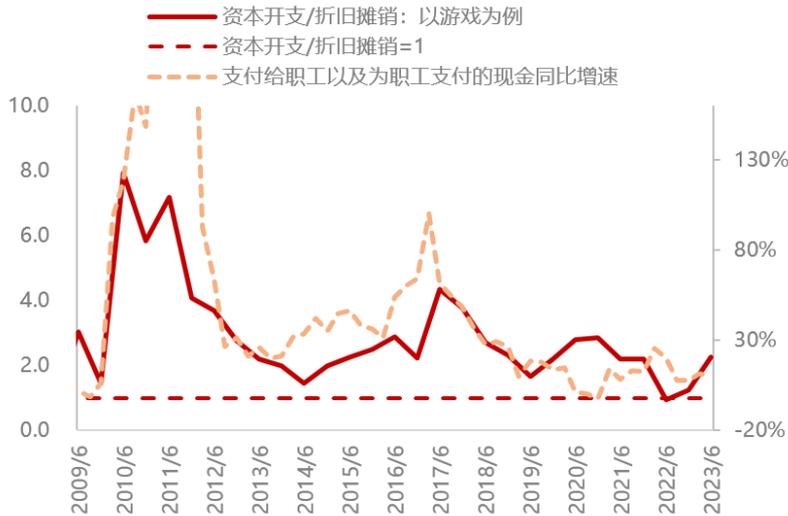
图 29：重资产行业的产能指标



注：2021、2023 年增速取两年复合增速。

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 30：轻资产行业的产能指标



注：2021、2023 年增速取两年复合增速。

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：**在加息超过 500BP 后美联储仍维持鹰派立场，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. **中国经济复苏基础仍待加固：**过去三年的疫情给经济主体带来了财务性的疤痕效应，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。从增长动能的角度来说，经济复苏基础仍待加固，有待进一步加大逆周期调节的力度。
3. **中美关系不稳定压制风险偏好：**中美战略竞争背景下，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，对中国部分产业的打压性贸易政策、制裁措施可能升级。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至【2023】年【10】月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。