

修复之年，深挖第二增长曲线

文/东方红资产管理 权益研究团队

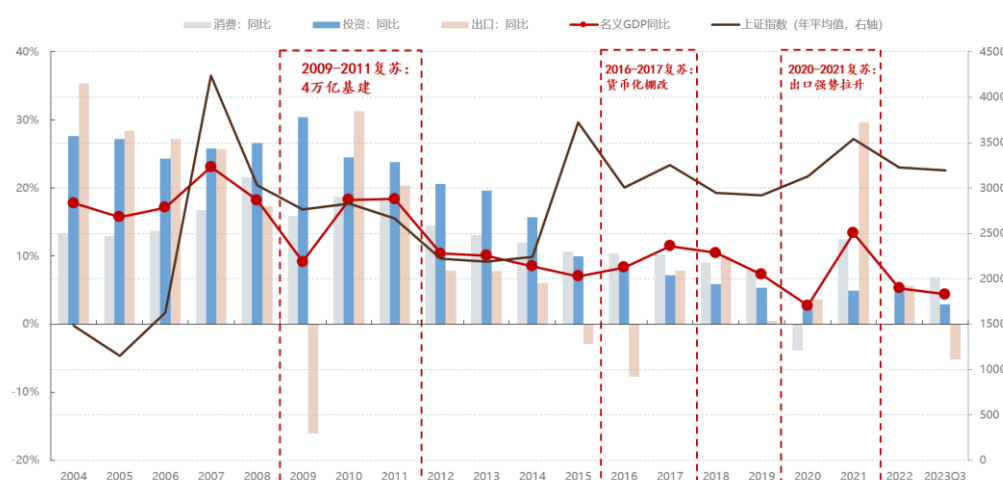
摘 要

- 1. 中国的第二增长曲线：中端出海+高端创新。**中国经济正在经历新旧动能的转换，城镇化的高速增长期可能已经结束，以房地产为代表的旧动能面临需求不足的问题，以中高端制造业为代表的新动能由于逆周期的投资和过度竞争，存在结构性产能过剩的压力。在需求和供给双重冲击下，个人和企业的资产负债表扩张斜率趋于平坦扩张。在全球产业链重构的背景下，“中端出海”与“高端创新”是中国企业的第二增长曲线。一方面，越来越多国家和企业更加注重供应链的安全性和分散化，中国企业的身份也从“打工人”转变为“投资人”，从依靠劳动力赚钱到依靠资本赚钱，通过出海主动适应全球格局的变化，这个过程将孕育更多真正具备全球竞争力的跨国公司；另一方面，中国仍处于全球价值链“微笑曲线”的中间环节，通过科技创新引领现代化产业体系建设，将推动“中国制造”向“中国创造”转变。
- 2. A 股估值有望小幅修复：**2024 年名义 GDP 增速有望较 2023 年有所回升，企业盈利有望跟随名义 GDP 温和修复。由于本轮盈利周期与产能周期的错位，预计 A 股整体难以出现量价齐升的盈利弹性，更多是结构性机会。市场估值已充分定价“弱现实+弱预期”，但长期增长预期和地缘政治风险导致股权风险溢价难以有效下降，进而限制估值修复的空间。从全球流动性角度来看，中国资产受本轮美联储加息冲击影响较大，随着美国货币政策拐点的出现，人民币资产外部压力最大的阶段或已过去。资本市场改革措施有望扭转资金供需平衡表。考虑到中国复苏强度和美债长端利率变化仍存在一定的不确定性，兼顾成长与红利的“哑铃策略”可能依然是“反脆弱”的有效应对。
- 3. 风险与不确定性：**美国存在二次通胀风险，中国经济复苏基础仍待加固，中美关系不稳定或压制风险偏好。

一、宏观经济

回顾过去 20 年，从拉动经济的“三驾马车”来看，中国经济复苏期的主要驱动力量来自于基建、房地产和出口，即形成了外需和国内投资双驱动的经济增长模式。消费本身具有强顺周期属性，在资产负债表受损的背景下，无法只靠消费来承担逆周期调节的重任。

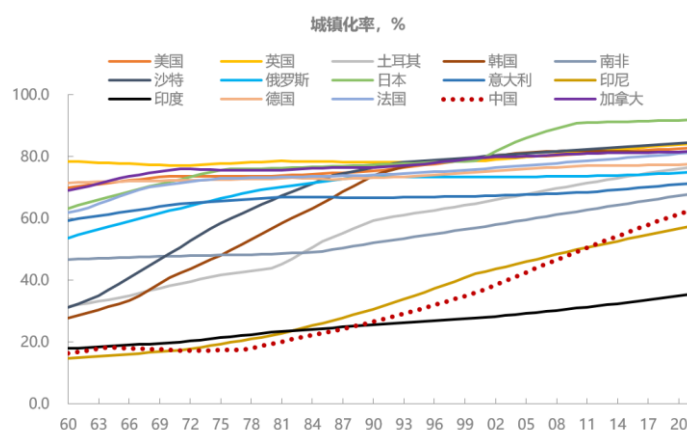
图 1：过去二十年几轮中国经济复苏的驱动力因素



数据来源：Wind，东方红资产管理

当前中国经济正在经历新旧动能的转换。一方面，旧动能整体需求不足。城镇化的红利期已过，以往依赖城镇化建设的红利实现高速发展，如今最大的转型压力来自于国内城镇化增长势能的边际衰减。据国家统计局数据，中国的城镇化率已从 2000 年的 36.2% 上升至 2022 年的 65.2%，海外经验显示 60%~70% 左右是城镇化率的瓶颈，这意味着城镇化的高速增长期可能已经结束。同时，旧动能对经济的冲击仍在延续，政府力求改变杠杆驱动的经济增长模式，以房地产为代表的旧动能驱动模式将向新发展模式过渡。中国住宅地产投资占 GDP 的比例从 2021 年的 10.5% 回落到 2022 年的 6.5%，2023 年可能进一步下行至 6.1%。

图 2：从海外经验来看，60%~70%左右是城镇化率的瓶颈



数据来源：Wind，东方红资产管理

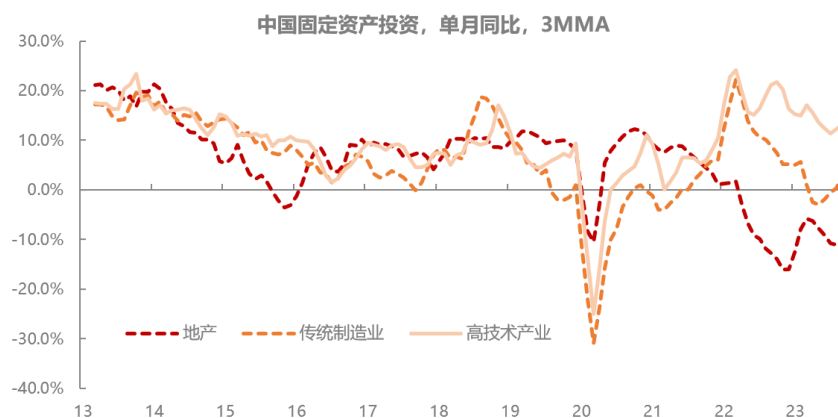
图 3：中国住宅投资占 GDP 比重正在向海外经济体靠拢



数据来源：Wind，东方红资产管理

另一方面，部分新动能存在供给过剩的情况。经济增长的动能逐步转向中高端制造业，过去几年经济结构最大的变化是高技术制造业占比显著提升。高技术制造业的投资行为存在政策驱动的特征，因此和需求周期驱动的传统制造业有一定的背离。但供给增速高于需求增速，过度的生产与投资容易加大产能过剩的压力。与历史上主动补库周期需求的修复弹性往往强于供给不同，本轮由于国内需求有限，营收弹性弱于库存，中游制造业为了争取流量（客户和份额）才保持生产和库存，中下游制造业“内卷”导致产能利用率和利润率偏低。所以，与 2016 年供给侧改革之前不同，这一轮中下游的产能利用率偏低，过度的竞争使得利润的增长弹性低于预期。

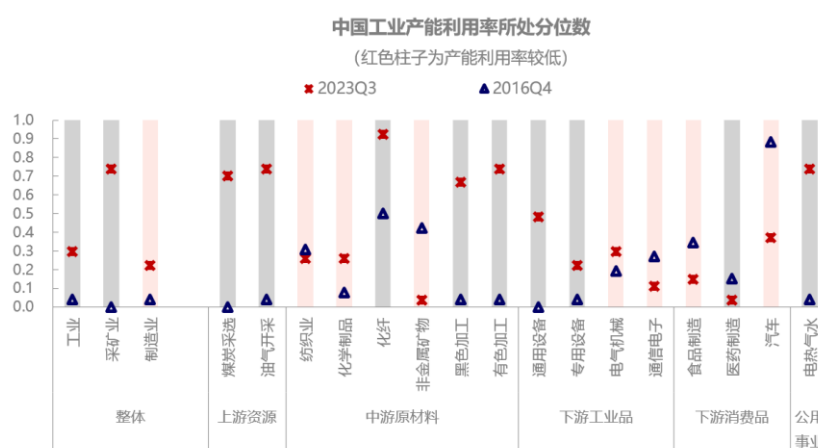
图 4：高技术制造业和一般制造业的投资行为出现了显著的背离



注：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

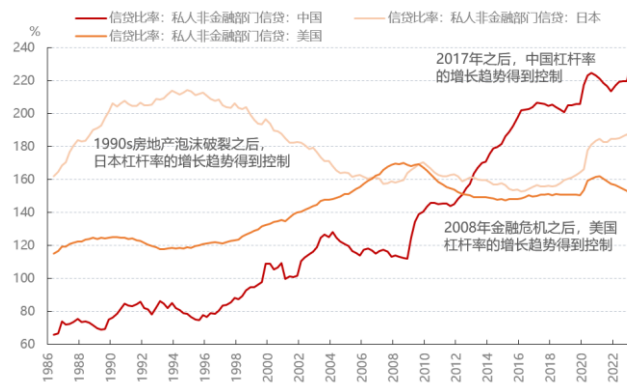
图 5：上游产能利用率普遍好于中游制造



数据来源：Wind，东方红资产管理

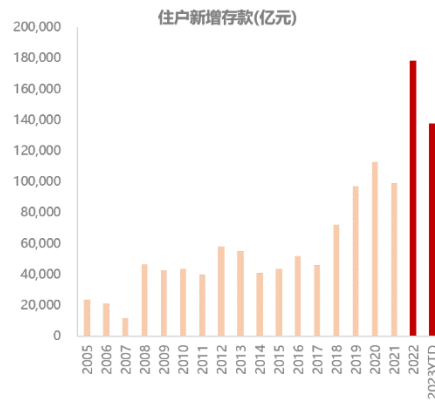
在需求和供给双重冲击下，个人和企业的资产负债表正在发生很大的转变，扩张斜率趋于平坦，而资产负债表的修复是慢变量。受制于收入及经济预期走弱，居民部门加杠杆动力不足，近两年都出现储蓄高增长的现象。2022年住户存款新增17.8万亿；2023年截至10月新增13.8万亿，已超过去年同期。当前非金融企业部门杠杆水平处于较高位置，A股上市公司对应行业中相对优质或头部的企业，整体资产负债率加速下行，指向企业对于未来需求的信心有待提振。

图 6：私人部门的杠杆率可能已经见顶



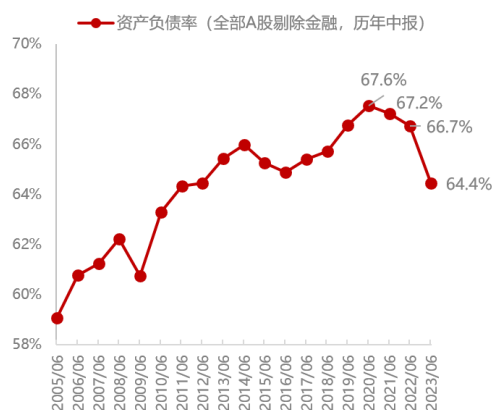
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 7：居民趋于保守



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 8：企业加杠杆意愿不强，而在主动偿还债务

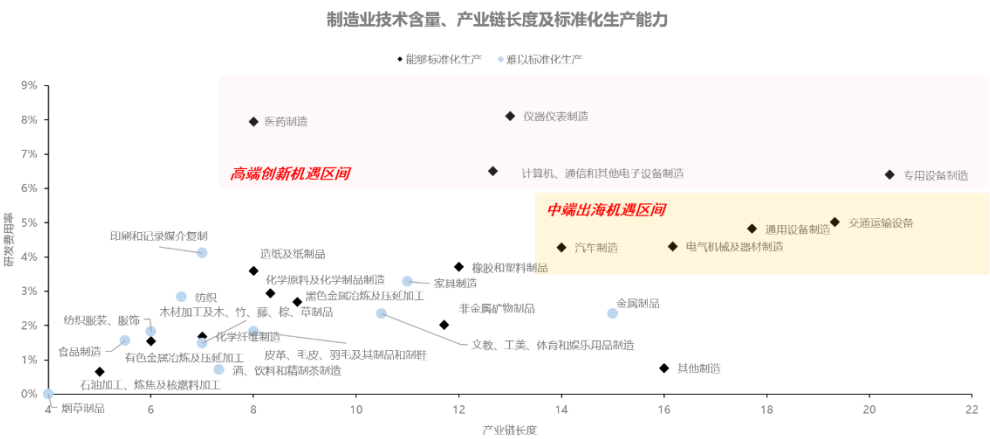


数据来源：Wind，东方红资产管理

中国企业通过中端出海和高端创新，寻找第二增长曲线：中端出海方面，在国内产能结构性过剩+全球价值链重构的背景下，汽车、通用设备、电气机

械等产业链通过绿地投资在海外布局更多价值链环节，这个过程将孕育更多真正具备全球竞争力的跨国公司。高端创新方面，科技创新是现代化产业体系的引擎，是高质量发展的“新质生产力”，通过科技创新推动产业创新。

图 9：制造业技术含量、产业链长度及标准化生产能力



数据来源：CICC，东方红资产管理

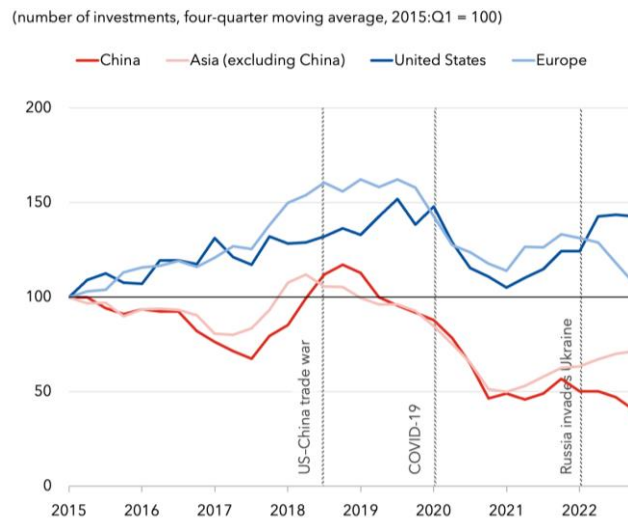
外部环境正面临大变革大调整，中国企业机遇和挑战并存。经历了过去几年贸易战、疫情爆发、俄乌战争等“黑天鹅频飞”，越来越多国家和企业更加注重供应链的安全性。基于“抗风险能力”的考量，当前全球产业链正在发生重构。这意味着全球基于效率的水平分工模式将发生改变，“垂直一体化”的生产模式或将回归。当前全球产业链重构的趋势为美欧回流（reshoring）、近岸外包模式（near-shoring）——比如 USMCA（美-墨-加），以及友岸外包模式（friend-shoring）——比如 CHIP4（美、日、韩、台）。

图 10：全球产业链正在发生重构



数据来源：东方红资产管理

图 11：外商直接投资逐渐分化



数据来源：IMF，东方红资产管理

经过过去二十年的发展，中国的要素禀赋在发生变化。过去中国资本相对匮乏，但劳动力供给充足且低廉，在这种情况下依靠劳动力赚钱是必然的选择。经过二十年的高速发展以及人口结构的变化之后，中国的劳动力供给规模出现减少，但中国企业在经历发展之后，资本也不再匮乏。从依靠“劳动力赚钱”到“资本赚钱”是中国企业的必经之路。参考海外经验，在完成初始的资本积累之后，利用自身技术及资本积累是未来的发展方向。从 2013 年“一带一路”开始，中国开启对外投资，尽管 2018 年之后受贸易战影响有所中断，但 2022 年底以来中国对外投资再次加速。

图 12：中国接收的外商投资资金下降



数据来源：Wind，东方红资产管理

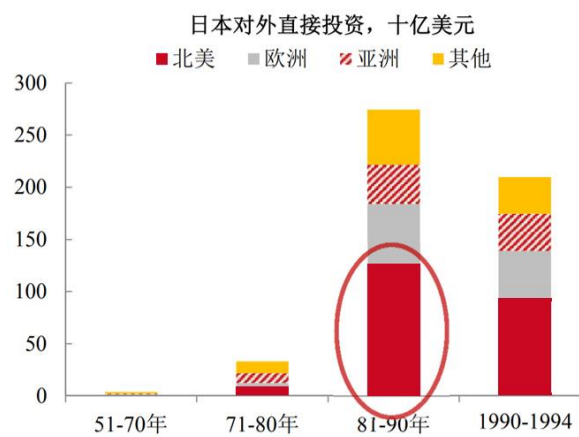
图 13：2022 年底以来中国在外建厂投资再度加速



数据来源：Wind，东方红资产管理

日本曾经历制造业出海的历史阶段。80 年代中后期，日本制造业对外直接投资规模开始大幅增加，日本企业选择对美直接投资，以出海战略寻找企业第二成长曲线。这一时期日本汽车行业对美直接出口出现明显下降，但同时通过在美生产而销售的汽车数量抵消了出口的下降。外需成为日本经济“失去的三十年”中企业收入增长的重要驱动力。宏观层面体现为 GNP 和 GDP 之间的裂口持续走阔；微观层面体现为上市公司整体 1990-2022 年海外收入占比从 19%升至 50%。

图 14：日本企业增加对外投资



数据来源：CEIC，JETRO，东方红资产管理

图 15：日本车企通过在美设厂应对出口限制



数据来源：JAMA，东方红资产管理

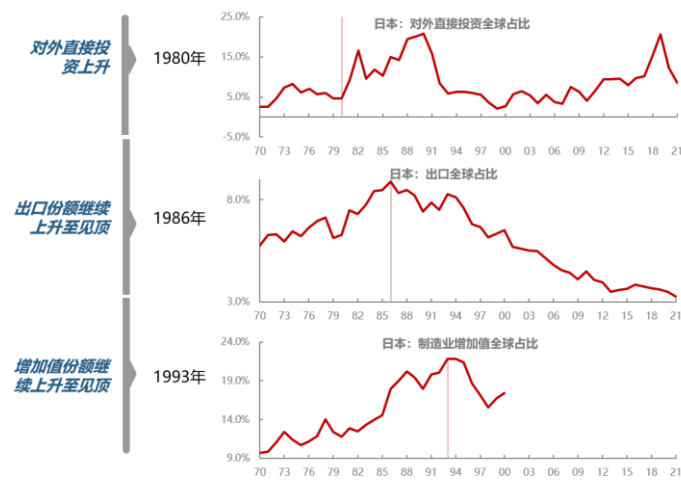
图 16：日本制造业企业海外收入大幅提升



数据来源：CEIC，东方红资产管理

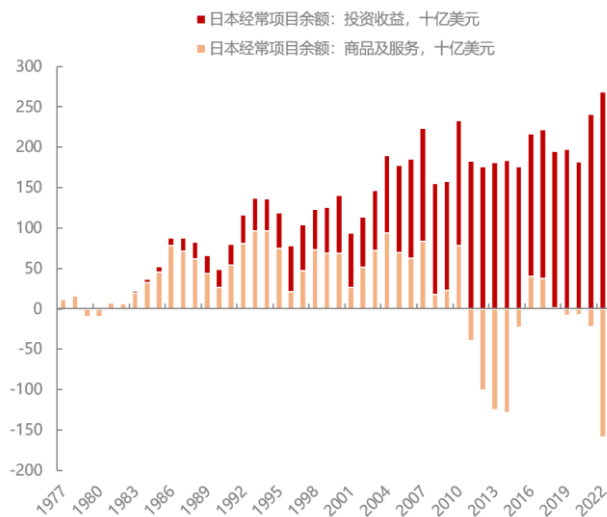
日本企业的变化之一是向高附加值部分攀升。日本对外投资后，出口占全球比重先见顶（1985 年），但日本企业留下高附加值的部分，其制造业增加值占全球比重至 1993 年才见顶。变化之二是从出口到出海。90 年代之后，日本商品及服务贸易顺差已不再增长，甚至在 00 年代开始中枢有所下移。但取而代之的是投资收益的快速增长，而这一部分来自于日本对外直接投资或者组合投资获得的投资收益。

图 17：80-90 年代，日企向高附加值部分攀升



数据来源：Wind，东方红资产管理

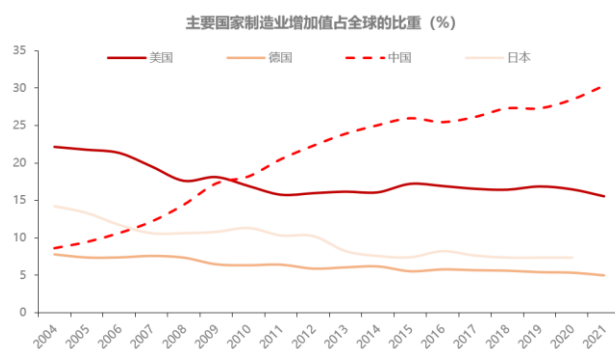
图 18：90 年代后，日企由出口转向出海



数据来源：Wind，东方红资产管理

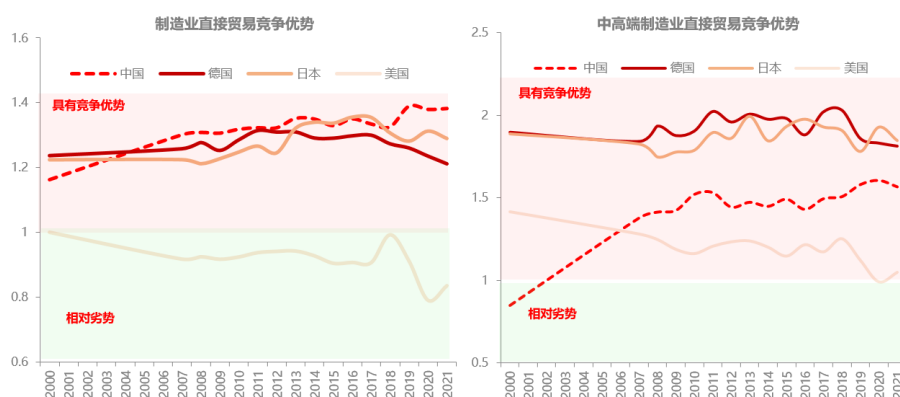
中国凭借技术、资本、人才等多方面深厚的积累，企业自身的经营水平、创新能力等大幅提升，中国企业在国际市场的竞争力进一步增强，中国已是世界第一制造大国。工信部数据显示，2012-2021 年，中国制造业增加值从 16.98 万亿元增加到 31.4 万亿元，占全球比重从 20%左右提高到近 30%。如果以一国行业出口增加值占总出口增加值的份额与世界出口增加值中该行业出口增加值所占份额的比值，衡量一国制造业的比较优势，可以发现中国不仅在整体制造业中具备一定的竞争优势，在中高端制造业中提升也比较快，总体上看中国制造业的全球竞争力在提升。

图 19：中国制造业增加值的全球占比持续提升



数据来源：World Bank，东方红资产管理

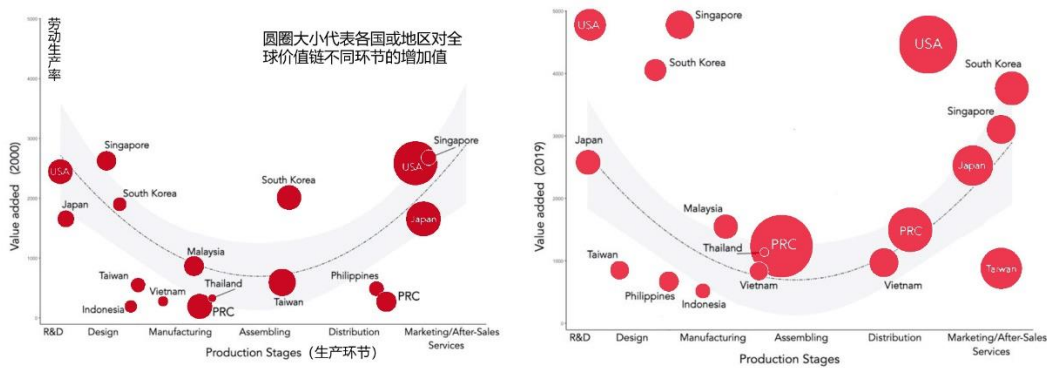
图 20：中国制造业整体具有出口优势，中高端领域也有所提升



数据来源：ADB，东方红资产管理

制造业已成各国竞争焦点，随着中国在全球制造业中的份额提升，发达国家已开始重视制造环节，支持制造业回流和分散化的政策不断出台。全球价值链视角下，中国正由“制造大国”向“制造强国”迈进。从国际分工位置看，过去 20 年各个国家在“微笑曲线”的位置基本变化不大，发达经济体仍然主导曲线两端，即全球价值链中利润最高的部分，中国和东南亚仍处于价值链的中间环节，有待向更高附加值的位置迈进。

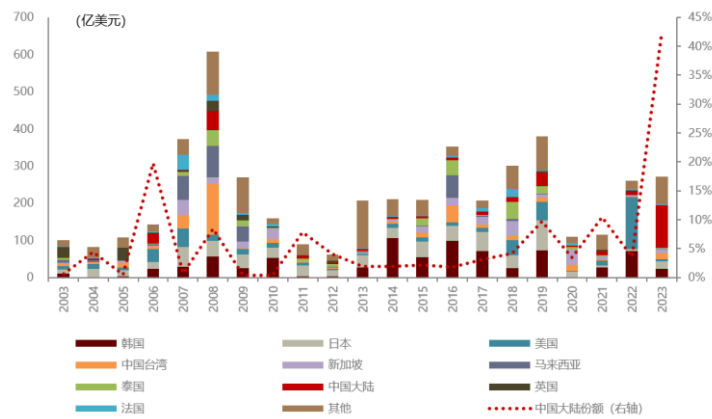
图 21：全球价值链视角下的中国制造业增加值上升，但地位有待升级（2000 vs 2019）



数据来源：MacroPolo, ADB MRIO Database, 东方红资产管理

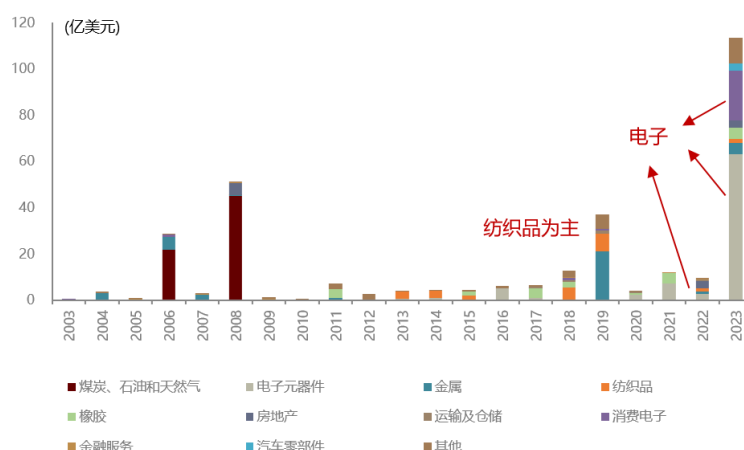
在新的国际环境下，中国企业通过“投资”方式参与到全球贸易再配置的过程中。根据 FDI Markets 的统计，2023 年前 10 个月，越南和墨西哥 FDI 中来自中国大陆地区的占比显著上升。从行业特征看，中国企业出海产业升级趋势明显：在制造业出海做大做强过程中，纺织品等劳动密集型产业布局较早，近期中国大陆在越南的 FDI 更多集中于电子元器件行业，中国大陆在墨西哥的 FDI 更多集中于汽车相关行业，高技术产业对外投资加速。

图 22：中国大陆在越南 FDI 中的份额提升



数据来源：FDI Markets, 东方红资产管理，数据截至 2023 年 10 月

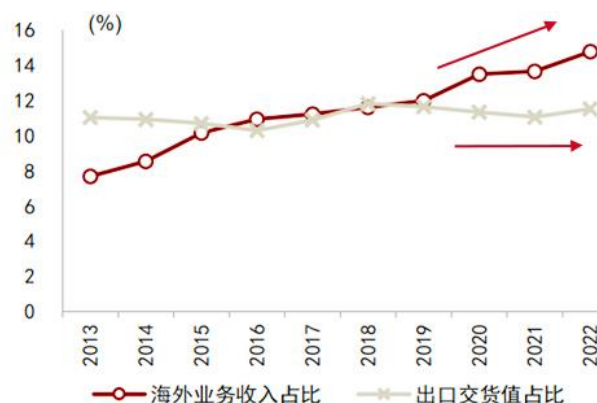
图 23：中国大陆在越南 FDI 中的行业分布



数据来源：FDI Markets，东方红资产管理，数据截至 2023 年 10 月

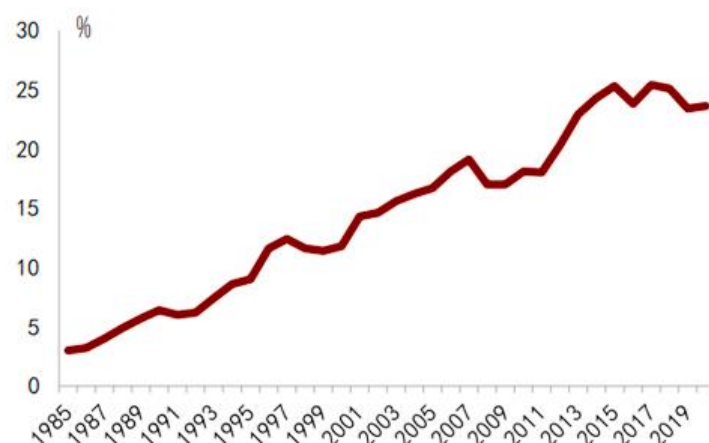
从 A 股上市公司海外业务收入占比 vs 规模以上工业企业出口交货值占比的对比来看，也能反映出中国对外投资近年来的变化。由于 A 股上市公司海外业务收入不仅仅包含了出口金额，也包括海外子公司在当地取得的收入，因此其和仅包含出口的规模以上工业企业出口交货值占比之间的差异理论上应该和中国企业海外子公司的营收占比走势一致。从 2013 年到 2022 年，两者之间的差异持续扩大，显示了中国企业海外子公司营收占比持续上升。观察日本制造业的变化情况，其海外子公司的生产比例从 80 年代后期的 5% 左右提升到近年的 25%。尽管这部分不贡献于 GDP，但会体现在企业的利润表上。

图 24：A 股上市公司海外业务收入占比和规模以上工业企业出口交货值占比



数据来源：Wind，东方红资产管理

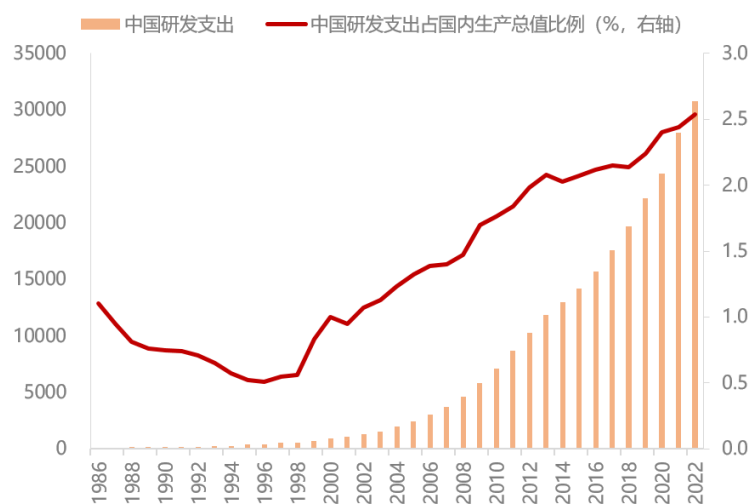
图 25：日本制造业海外子公司生产比例



数据来源：Wind，东方红资产管理

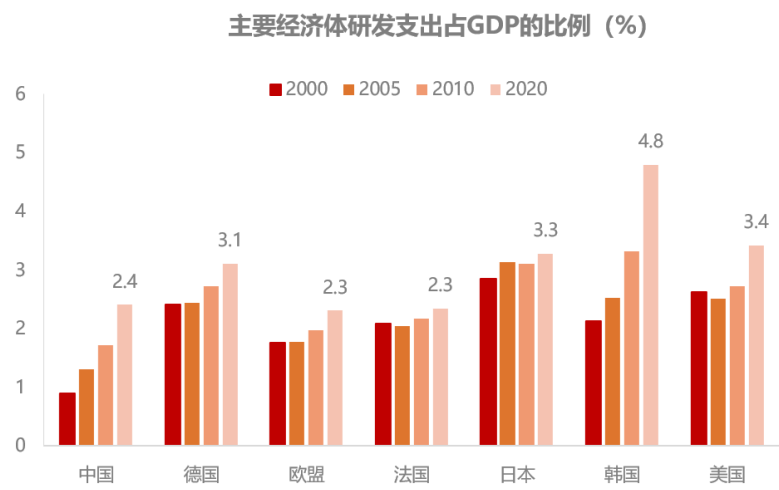
中国不仅是“世界工厂”，还要做“世界科创高地”。科技创新能力是“新质生产力”，科技创新的重要性日益凸显。中国政府逐年增加对科技创新的资金支持，2022 年中国研发经费投入总量突破 3 万亿元，同比增长 10.1%，连续 7 年保持双位数增长；从投入强度看，2022 年中国研发经费投入强度（研发经费占 GDP 比例）为 2.54%，已经与发达经济体的水平基本相当。

图 26：中国研发投入持续增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 27：主要经济体研发支出占 GDP 比例



数据来源：Wind，东方红资产管理

国内企业全面投身新科技浪潮，中国是继美国后的 AI 第二玩家，主要科技企业跟注千亿级通用大模型，其他行业龙头也基于自身业务&禀赋开发专用大模型，国内 AI 百花齐放。除 TMT 外，新能源、人形机器人、卫星互联网、创新药等新产业同样在快速发展。国家及地方层面重点支持创新领域，12 月政治局会议提出“要以科技创新引领现代化产业体系建设”，中央经济工作会议也明确将此放在明年工作任务的首位，特别强调了“颠覆性技术和前沿技术”，包括了人工智能、生物制造、商业航天、低空经济等战略性新兴产业。

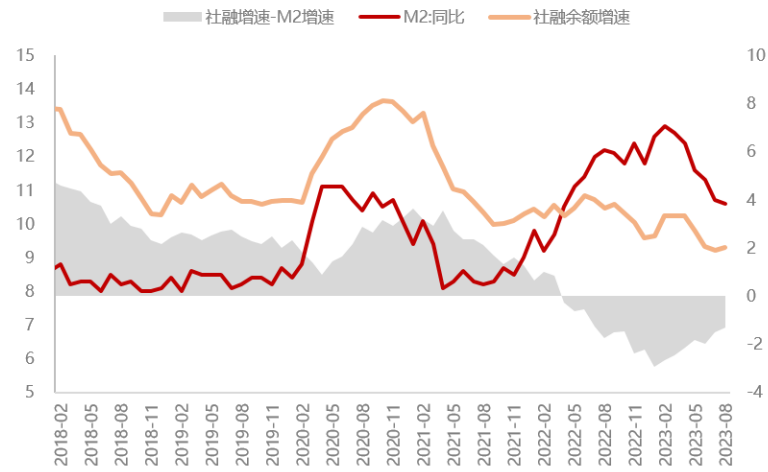
图 28：国家及地方政策频出，支持创新领域发展

行业	会议/文件	时间	主要内容
战略性新兴产业	中央经济工作会议	2023年12月	要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。
新型工业化	“新型工业化”发布会	2023年3月	1) 开展千兆光网“追光行动”，推进算力和网络基建；2) 全面推进6G技术研发，布局人形机器人、元宇宙、量子科技等前沿领域；3) 明确新能源汽车购置税减免等延续政策；4) 改造提升传统产业，落实碳达峰，推动重点行业兼并重组
数字经济	《数字中国建设整体布局规划》	2023年2月	1) 数字中国建设工作情况将作为有关党政领导干部考核参考；2) 保障资金投入，创新资金扶持方式，加强对各类资金的统筹引导，发挥国家产融合作平台，构建社会资本有效参与的投融资体系；3) 畅通数据资源大循环；支持数字企业发展壮大，健全大中小企业融通创新工作机制，发挥“绿灯”投资案例引导作用，推动平台企业规范健康发展；4) 打通数字基础设施大动脉：加快5G网络、千兆光网、IPv6、移动物联网等建设和应用，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。
人工智能	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	2023年7月	鼓励生成式人工智能技术在各行业、各领域的创新应用，生成积极健康、向上向善的优质内容，探索优化应用场景，构建应用生态体系。推动生成式人工智能基础设施和公共训练数据资源平台建设。
	《算力基础设施高质量发展行动计划》	2023年10月	到2025年，算力方面，算力规模超过300 EFLOPS，智能算力占比达到35%，东西部算力平衡协调发展。运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延1.5倍的直连网络传输，重点应用场所光传送网（OTN）覆盖率达到80%，骨干网、城域网全面支持IPv6，SRv6等创新技术使用占比达到40%。
生物制造	《上海市加快合成生物创新策源 打造高端生物制造产业集群行动方案（2023-2025年）》	2023年10月	到2025年，涌现若干项具有国际影响力的合成生物领域科研成果，一批领先企业和高端人才，构建基础研发领先、创新转化活跃、产业主体蓬勃发展和产业生态健全完备的新发展格局。到2030年，建设合成生物全球创新策源地、国际成果转化高地和国际高端制造高地，基本建成具有全球影响力的高端生物制造产业集群。
商业航天	《面向国家重大战略需求建设世界一流新一代信息基础设施推动创新驱动战略》	2023年8月	我国5G时代信息科技和基础设施创新的世界引领者，随着人工智能（AI）的应用不断创新，“AI+5G+X”成为人类创新驱动发展的新赛道。6G时代卫星互联网与地面移动通信网络充分融合，成为一张统一的“网络”，卫星相当于“天空中的基站”，空间卫星的频率资源和轨道资源极为稀缺，且具有排他性。目前地球同步轨道资源利用已接近饱和，中低轨道资源争夺将更为激烈。因此，宜加快部署建设世界一流新一代信息基础设施，大力发展自主卫星互联网，抢占6G标准制高点
	《上海市促进商业航天发展行动计划（2023-2025年）》	2023年11月	旨在推动商业航天跨越式发展，加强卫星通信、导航、遥感一体化发展。主要措施包括：1) 形成年产 50 发商业火箭、600 颗商业卫星的制造能力；2) 攻关核心技术，如液氧甲烷动力、可重复使用火箭垂直起降等；3 推进新一代运载火箭研制并实现首飞；4) 培育商业航天重点企业，实现空间信息产业规模超 2000 亿元。
量子	2023量子产业大会	2023年9月	大会以“协同创新 量点未来”为主题，开幕式上，中国电信携手多家企业共同启动了“量子信息产业未来启航行动”，将在量子通信技术研发、场景应用和工程建设等方面进行深度合作。

数据来源：东方红资产管理

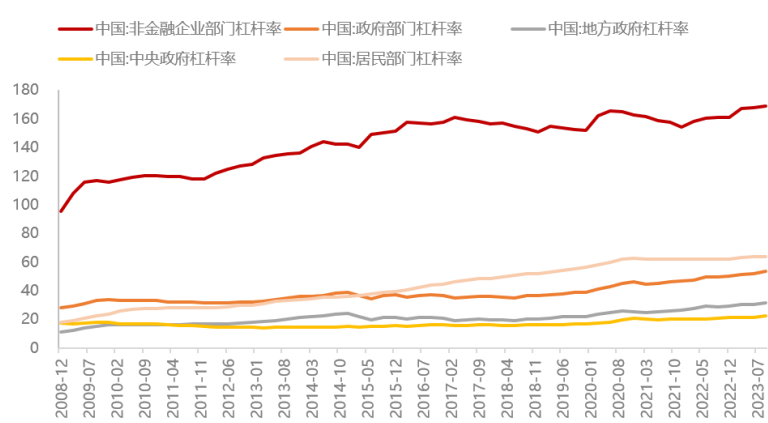
中央财政加杠杆或是“对症”方向：中国宽货币向宽信用传导存在堵点，主要是虽然整体融资成本走低，但更低的投资回报率预期抑制了信用周期的开启，这一局面造成了流动性大量淤积在居民和企业储蓄上，无法有效转化为消费与投资，因此，如何推动宽信用开启就成为解决问题的关键。但现实的约束是，居民和企业部门加杠杆的能力或意愿不足，因此中央政府的信用扩张即中央财政加杠杆或是“对症”方向。10月增发万亿国债，突破了常规年份的赤字率约束，有望打开2024年及后续的中央加杠杆空间，有助于缓解私人部门的去杠杆压力，改善经济修复斜率。

图 29：社融-M2 的增速剪刀差为负



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 30：横向对比，中央政府最具备加杠杆空间

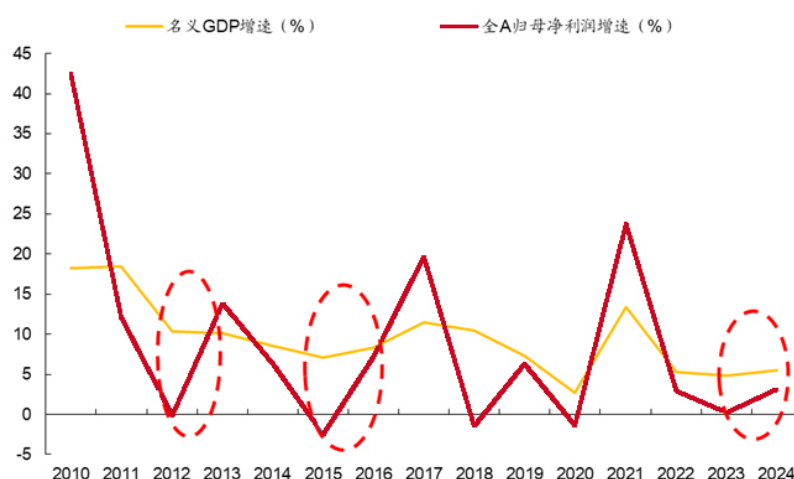


数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 市场展望

2023 年以来，受 CPI 和 PPI 同时疲弱影响，GDP 平减指数同比负增长。“价格底”可能已出现，经济中的名义变量可能率先改善。价格增速见底将带动经济中的名义变量率先改善，明年名义 GDP 增速有望较 2023 年温和回升，而股票场所关心的企业盈利，往往是由名义 GDP 决定的。

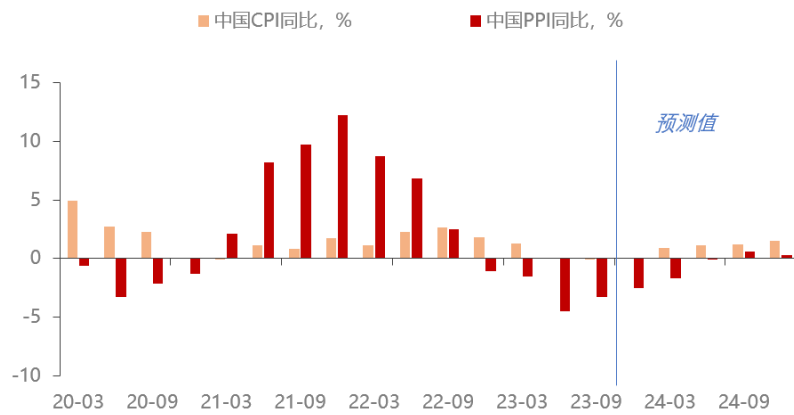
图 31：预计 2024 年名义 GDP 和上市公司业绩均小幅增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

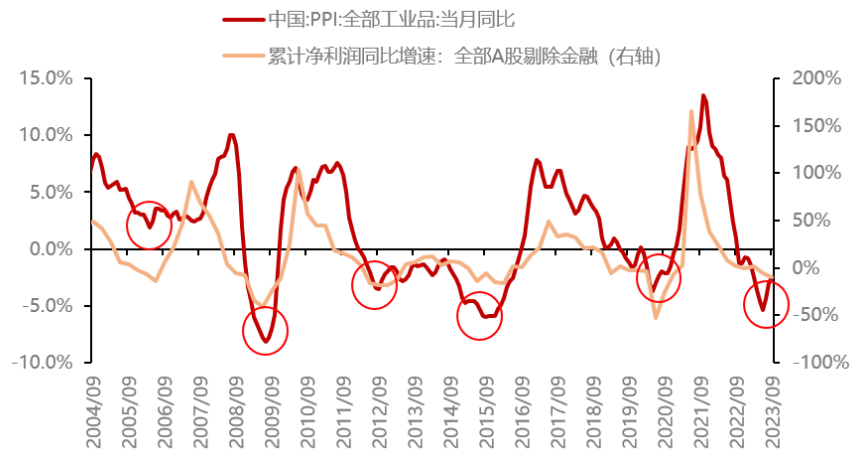
上市公司盈利增速与 PPI 走势高度一致，由于 A 股 5000 余家上市公司中 70%左右为工业企业，上市公司盈利与工业企业利润增速同步性强，后者与 PPI 走势高度一致。尽管本轮 PPI 已经出现底部拐头迹象，但目前市场普遍预期明年 PPI 增速在零附近或小幅回正，盈利回升方向确定，但弹性可能不足。若要超预期回暖，或有待于更有力的补库周期或财政刺激。因此，2024 年可能不属于典型的业绩驱动年份，业绩对于股票市场的贡献预计有限。

图 32：预计 2024 年价格因素小幅转正



数据来源：Wind，东方红资产管理

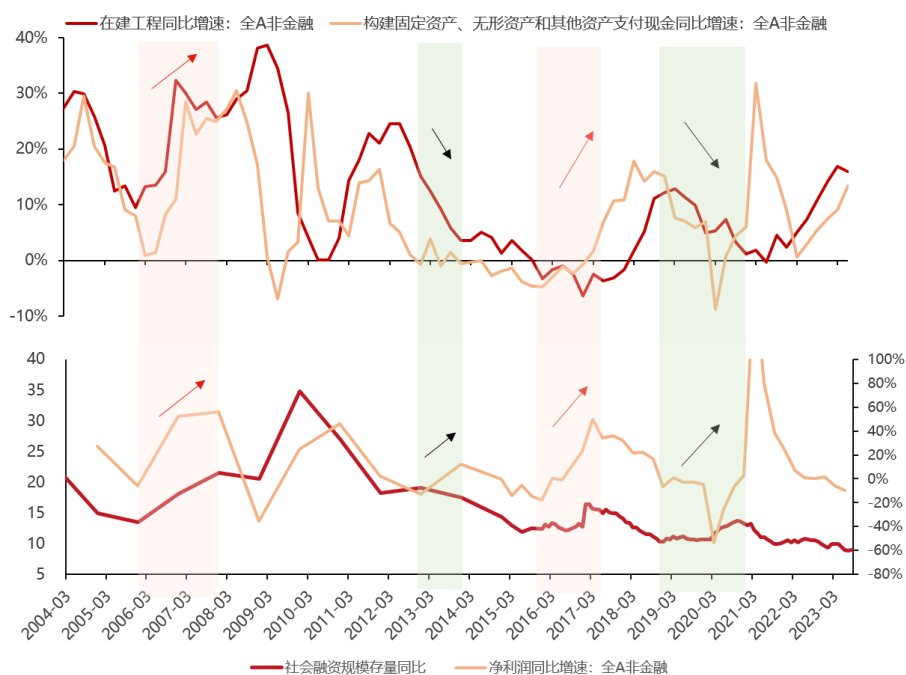
图 33：PPI 底部与 A 股盈利底基本同步



数据来源：Wind，东方红资产管理

从盈利周期和产能周期的关系来看，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。而在 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 股整体难以出现量价齐升的盈利弹性，更多是结构性机会。

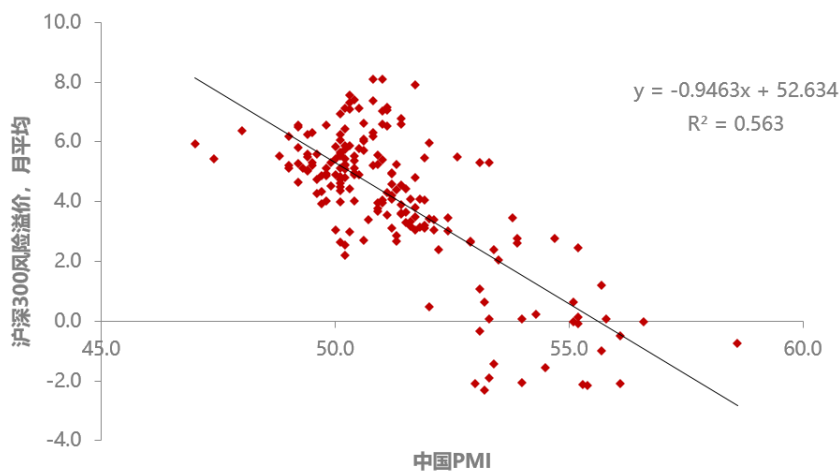
图 34：盈利“强回升”周期和“弱回升”周期与产能扩张周期的对照



数据来源：Wind，东方红资产管理，相关数据为周度数据

当前全 A 剔除金融、石油石化的估值仅 2 倍 PB，处于历史低位，估值已充分定价“弱现实+弱预期”。当下对于长期增长的弱预期制约估值修复的空间。风险溢价是经济增长的函数 $ERP=f(g)$ ，在经济弱复苏的年份，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，进而限制估值修复空间。

图 35：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 36：全 A 非金融石油石化的市净率



数据来源：Wind，东方红资产管理

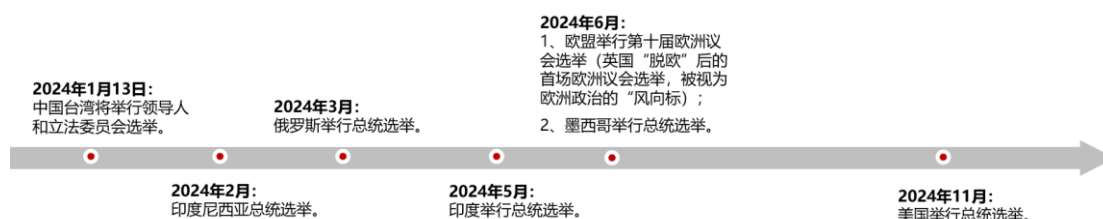
图 37：风险溢价中枢类似 2013-2014、2019 年，可能长时间处于高位



数据来源：Wind，东方红资产管理

2024 超级大选年的不确定性可能压制风险偏好的回升。2024 年是全球“超级大选年”，其中 1 月中国台湾地区领导人选举、3 月俄罗斯大选及 11 月美国总统大选值得重点关注。大选结果影响对应国家或地区后续政策取向，甚至关系着后续世界经济政治格局的变化，这种不确定性可能导致全球的风险资产，包括中国股票的股权风险溢价在一段时间内居高难下。

图 38：2024 年迎来全球选举周期大年

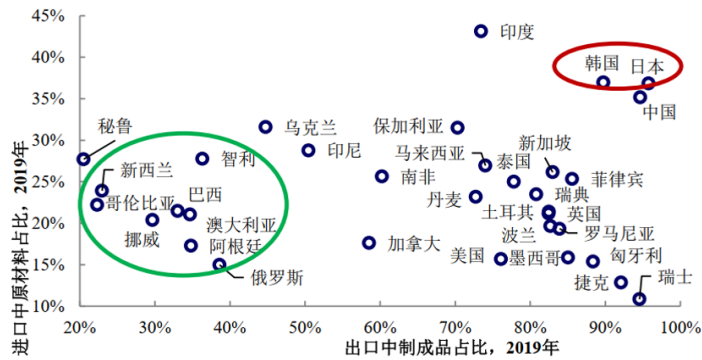


数据来源：Wind，东方红资产管理

美联储收紧往往伴随新兴市场风险的暴露。资金层面，美元走强和美债收益率上升，推高新兴经济体外债偿付压力，引发资金外流；需求层面，美元升值拖累大宗商品价格，依赖资源品出口的新兴经济体经常账户恶化，增加其基本面下行压力。此前美联储加息周期中，中国往往能成为新兴市场的避风港。从外债依赖、偿债能力、资本市场对外依赖度来看，中国在新兴市场中属于较为有韧性的。

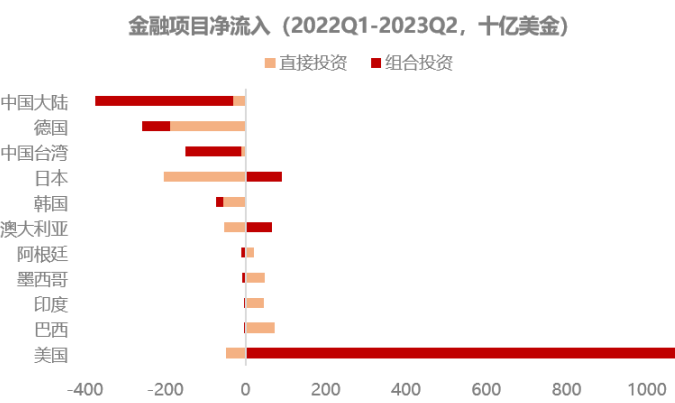
但中国资产在这一轮加息周期中相对受损。这一轮不同的是，由于俄乌冲突导致的供给冲击以及美国宽财政支撑的需求韧性，美元走强的同时大宗商品价格维持强劲。因此，本轮受损的并不是“出口大宗商品+进口产成品”的新兴市场，反倒是“进口大宗商品+出口产成品”的制造国，比如韩国、日本、中国。叠加“脱钩断链”背景下全球产业链重构，使得中国资产反倒吸引力相对落后。

图 39：原材料进口占比高、制成品出口导向的经济本轮受损相对严重



数据来源：UN Comtrade，东方红资产管理

图 40：本轮加息周期，资金流出成熟制造国



数据来源：CEIC，东方红资产管理

人民币资产外部压力最大的阶段或已过去。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。2023 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。若美联储加息周期结束，预计人民币汇率贬值压力也将下降。2024 年美国经济、通胀和就业或边际回落，叠加大选带来的政治压力，美联储将时别 4 年重新进入宽松周期。海外流动性拐点可能是 2024 年最大的贝塔机会，届时外资有望回流包括 A 股、港股在内的新兴市场。

图 41：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 42：内资和外资对 A 股性价比的评估出现背离

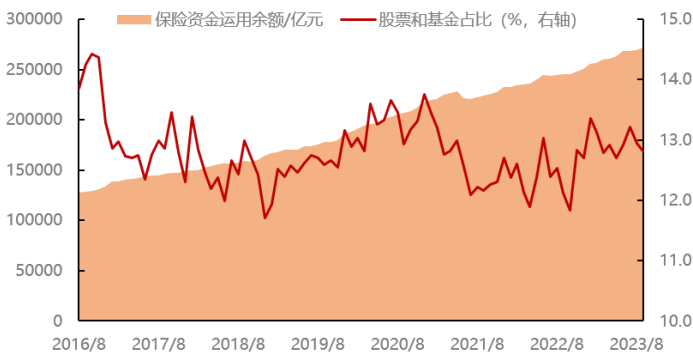


数据来源：Wind，东方红资产管理

从资金端来看，供给有望回暖。公募方面，考虑到偏股基金仓位整体维持高位，预计未来一段时间仓位抬升的增量较为有限，更多有赖于基金发行

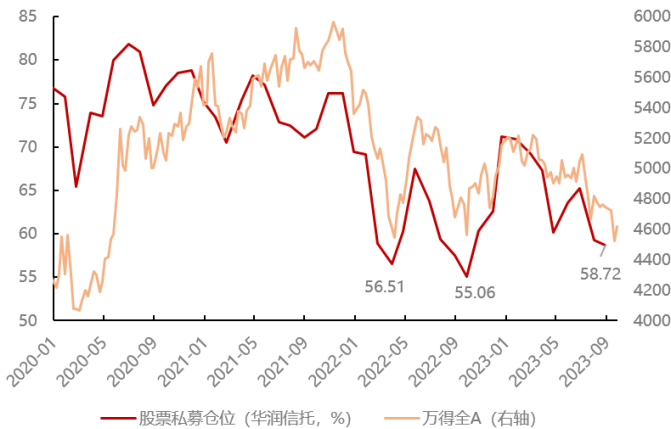
端回暖尤其是被动型基金份额扩张带来的增量资金。保险方面，当前保险资金权益仓位占比为 12.82%，处于 2016 年以来 53.2% 的中位数水平附近，监管层鼓励险资增配权益资产的政策持续出台，险资增配权益资产仍是大势所趋。私募方面，截至 2023 年 9 月底，股票私募多头的仓位比例已降至 58.72%，已经接近去年 4 月底、10 月底的历史低位，后续具备一定的加仓空间。

图 43：险资权益仓位处于 2016 年以来均值附近



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 44：股票多头私募仓位再度回落至低位

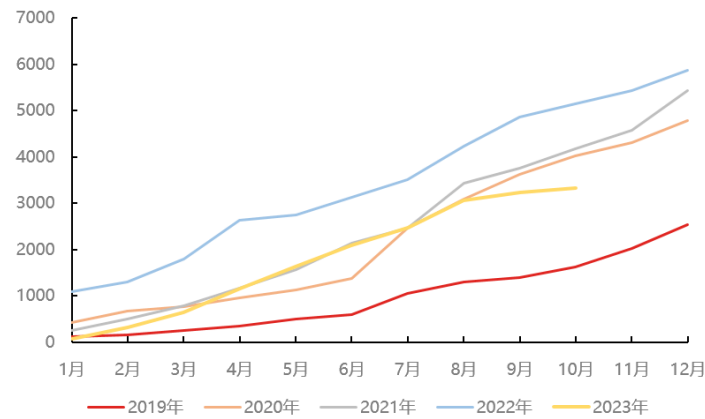


数据来源：Wind，东方红资产管理

资本市场改革措施有望扭转资金平衡表，需求压力有望缓解。2023 年上半年，市场在增量资金供给有限的情况下，IPO、再融资节奏整体维持较高水平，对市场资金面形成一定冲击。随着“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，使得资金需求将

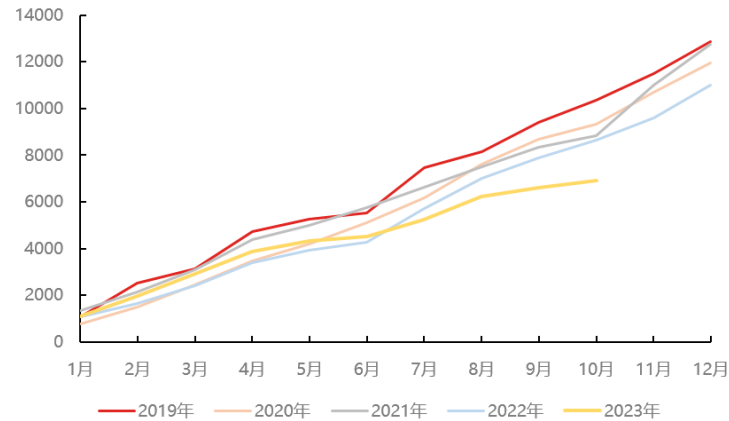
降低。明年政策呵护基调有望延续，缓解资本市场需求端压力。由于减持新规政策、市场处于低位，产业资本减持压力 10 月以来显著缓解，预计明年减持新规作用持续显现，此外 2024 年解禁市值 3.4 万亿，相较 2023 年下降约 25%。

图 45：历年 IPO 节奏对比（累计规模，亿元）



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 46：历年再融资节奏对比（累计规模，亿元）

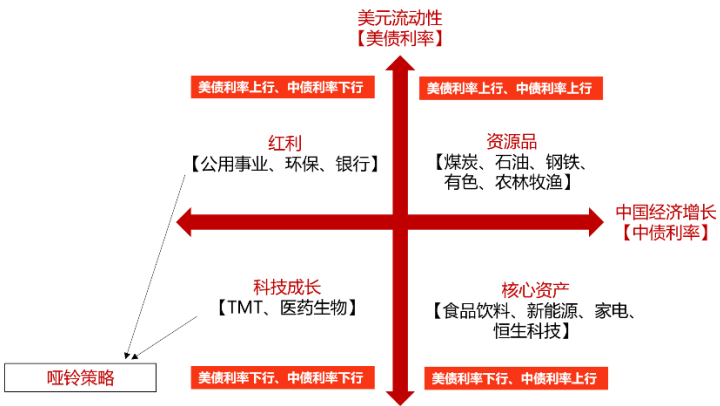


数据来源：Wind，东方红资产管理

从中国复苏强度+美国货币政策框架看资产配置，若美联储维持“high for longer（长期高息）”，美中利差维持高位，红利低波风格依然有配置价值；若中美在流动性方面产生共振（类似于 2019 年），美债和中债利率下行，预计科技、医药生物等长久期资产弹性最大；若国内出现政策刺激下的经济反转，将带来配置方向的显著差异，顺周期属性的核心资产可能“王者归来”；

若出现二次通胀预期甚至滞胀风险，资源品可能表现最优。

图 47：内外双视角下相对占优板块风格



数据来源：Wind，东方红资产管理

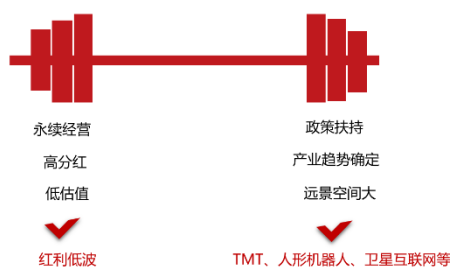
展望 2024 年，面对不确定性，哑铃策略可能依然有效。红利指数（低波偏防御）和 TMT 指数（高波偏进攻）在历史上往往是“此消彼长”的状态，但 2023 年的异常之处在于，A 股红利指数和 TMT 指数齐涨，同时具备超额收益，并且是 2023 年表现最好的两类资产，而中间投资范式表现不佳。这种异常的资产价格表现，构成“哑铃策略”形态。当市场的不确定性越强，相对于其他策略，“哑铃策略”的收益越有优势。由确定性资产提供安全边际，由高风险资产提供超额收益，在一定的防御性前提下追求投资收益的最大化。在充满不确定性的世界里，除了确定性资产外，所有资产的风险可能均被低估，中等风险可能存在很大的迷惑性。

图 48：2023 年 A 股红利指数、TMT 指数齐涨



数据来源：Wind，东方红资产管理

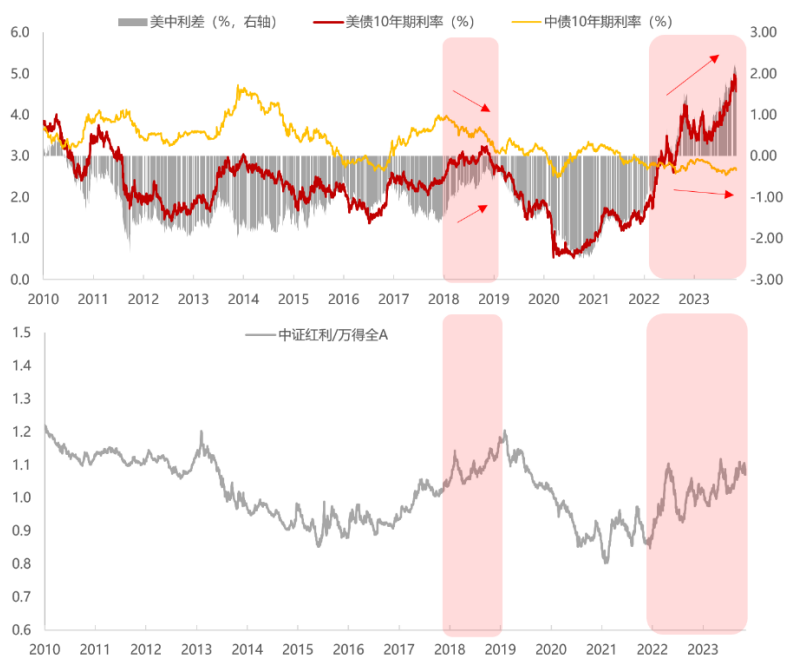
图 49：哑铃策略示意图



数据来源：Wind，东方红资产管理

“哑铃策略”本质上是对难以预测的不确定性的应对，美债利率+中美利差是衡量不确定性的有效指标：2010 年以来，大多数时期中美经济和货币政策周期同向，而少数时期中美背离，主要有两段利率周期错位，分别在 2018 年和 2022-2023 年，对应的都是中美利率以及中美货币政策反向。由于近几年中债波动小、美债波动大，因此美债利率对 A 股的影响更大。何时调整哑铃策略？在 A 股不确定性缓解的时候，“哑铃策略”就可能出现阶段性失效——美债利率尤其是美债实际利率、中美利差，当这两个指标出现拐点的时候，可以对“哑铃策略”转向审慎一些。可能的观察指标包括：中国财政刺激加码，中美关系缓和，美联储转向宽松等等。

图 50：2018 及 2022-2023 年的两段中美利率背离



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

1. **美国二次通胀风险：**美联储在实现通胀目标之前提前降息，被高利率抑制的地产需求可能被重新激活，但住房供给处于历史低位，因为在金融危机后的过去 15 年，新房建设几乎停滞不前。尽管住房业在美国经济中是一个相对较小的行业，但是住房项约占 CPI 的 30%，一旦利率明显下降，就会对住房市场构成提振，并推升房价和通胀，美联储可能不得不重新收紧货币。
2. **中国经济复苏基础仍待加固：**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【2024】年【1】月【31】日有效，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。