

聚焦后地产时代的长期主线，超越短期波动

文/东方红资产管理 权益研究团队

摘 要

- 经济短期受地产影响，但中长期转型方向明确。**2024 年开年以来，经济边际企稳，但结构分化明显，地产部门对于经济仍有较大影响。中期已经出现两个积极信号：（1）中央加杠杆周期开启，今年起“拟连续几年发行超长期特别国债”，广义财政预算赤字将扩张；（2）全球制造业周期见底+发达国家去库接近尾声+新兴市场工业化都将支撑中国出口增长。长期来看，参考海外经验，在地产周期见顶后，主要经济体往往都是通过转型出口、鼓励供给侧技术升级来摆脱地产对经济的影响。随着劳动力、资本积累拉动的发展模式已不再符合高质量发展的要求，未来增长的关键是提高全要素生产率，“新质生产力”或为解决当前国内经济转型和国际科技竞赛的“良药”。
- 市场低谷期或已结束，二季度有波折。**由于一季度是财报业绩和宏观数据真空期，且政策环境和流动性环境相对较好，市场往往有“春季躁动”，尤其在“春节→两会”期间胜率较高。二季度市场或将重新回归到业绩驱动的模式中，从 1-2 月工业企业利润来看企业盈利弱修复的概率大。但中长期的市场底部特征已经凸显，“以投资者为本”的新定位标志着 A 股市场站在了新起点，资本市场改革措施有望扭转资金供需平衡表。从估值维度看，2024 年初的市场低点有望成为这轮的底部区域。
- 风险与不确定性。**美日货币政策偏紧，房地产的金融风险，中美关系不稳定。

一、宏观经济

2024 年开年以来，经济边际企稳，但结构分化明显。生产端、需求端均有改善，但仍未改变当前工业企业的供需格局，“以价换量”的特征依然存在。从结构上看，现阶段经济整体呈现“外需>生产>消费>投资”的格局。地产部门对于经济仍有较大影响，从需求侧来看，尽管春节前一线城市纷纷放松限购，但对新房成交的刺激有限，1-2 月商品房销售额同比下降 29.3%，跌幅扩大；从供给侧来看，开发商开工积极性不高，新开工面积 1-2 月同比-29.7%。竣工面积出现大幅转负，同比下滑 20.2%。

中期积极信号之一为中央财政扩张。2024 年 GDP 增长预期目标为 5%左右，去年在低基数的情况下完成目标，今年实现同样的目标并非易事，相比去年的 5%有更高的含金量，对于经济政策的要求也会更高。政策工具上，中央财政扩张将起到关键性作用。去年四季度增发万亿国债，今年起“拟连续几年发行超长期特别国债”，表明中央持续加杠杆周期开启。

根据政府工作报告，赤字预算、专项债预算、特别国债预算分别较 2023 年增加 1800 亿、1000 亿、10000 亿。同时，考虑到去年增发的国债实际使用可能在今年，以及 2024 年抵押补充贷款(PSL)额度预计仍会扩张，尽管 2024 年土地出让金可能将继续下滑，但综合来看，广义财政可使用的资金将出现回升。

图 1：中美广义财政脉冲从 2023 年分化到 2024 年收敛



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 2：2024 年赤字、专项债、特别国债等安排将有效对冲土地出让

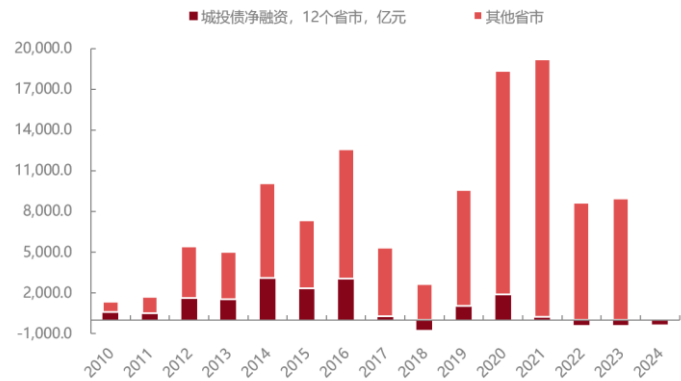
		2024年相比2023年增加或减少，亿元
一般公共预算	赤字预算增加	1,800
	2023年增发国债延后落地	6,000
政府基金	专项债预算增加	1,000
	特别国债预算增加	10,000
	土地出让金	-9,072
PSL	2023年PSL额度延后使用	1,500
	2024年PSL额度增加	4,006
汇总		15,234

注：2023 年增发特别国债假设 8000 亿结转至 2024 年使用，因此该项在 2024 年净增加为 8000-2000=6000 亿元。2023 年 1-11 月 PSL 净减少 2506 亿元，12 月增加 3500 亿元，假设 2024 年 PSL 额度为 5000 亿，因而 2024 年 PSL 额度增加为 5000-(3500-2506)=4006 亿元。

数据来源：Wind，东方红资产管理

前述广义财政的扩张未考虑地方政府隐性债务的压缩压力，根据媒体报道，12 个债务高风险地区的新债发行及新项目可能会受到限制。但从过去几年的数据来看，12 个债务高风险地区的城投债净融资自 2022 年以来已是负值，即规模自 2022 年以来已不再扩张。同时，2023 年 12 个省市的固定资产投资增速已为负值，这意味着当前对于 12 个省市的融资限制对整体投融资的约束可能有限。

图 3：自 2022 年开始，12 个省市城投债净融资为负值



数据来源：Wind，东方红资产管理

中期积极信号之二为出口。2024 年以来，全球制造业 PMI 开始筑底反弹。疫情冲击使得美国等发达经济体的自身经济结构明显错位，2024 年美国

服务业或将放缓，但美国制造业有望在降息的带动下企稳回升，可贸易部门的恢复有利于中国出口。此外，机电产品占我国出口近六成比例，其背后与全球半导体周期高度相关，韩国、中国台湾地区、越南的半导体相关产品出口增速也都出现明显反弹。

图 4：全球制造业 PMI 时隔 16 个月重回荣枯线之上



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 5：中国机电产品出口与全球半导体周期高度相关

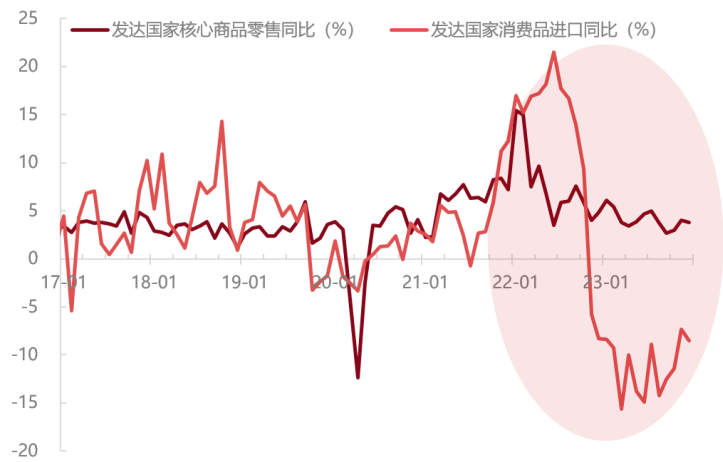


数据来源：Wind，东方红资产管理

2022 年以来，发达国家消费品进口增速持续低于自身需求，主要是受到终端去库存影响，也相应导致我国出口表现弱于发达国家需求。目前，美国批发零售端库存增速（最高 24.4%）已由前期大幅高于生产端的库存水平，回落至与生产端库存增速基本匹配。发达国家终端消费品去库或接近尾声，对于消费品的进口影响将缓和，后续发达国家消费品继续向需求回归，有望

相应提振我国出口。

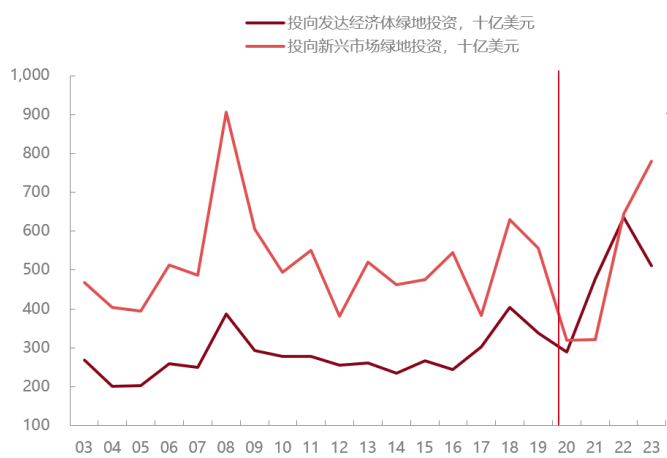
图 6：发达国家消费品进口有望向需求回归



数据来源：Wind，东方红资产管理

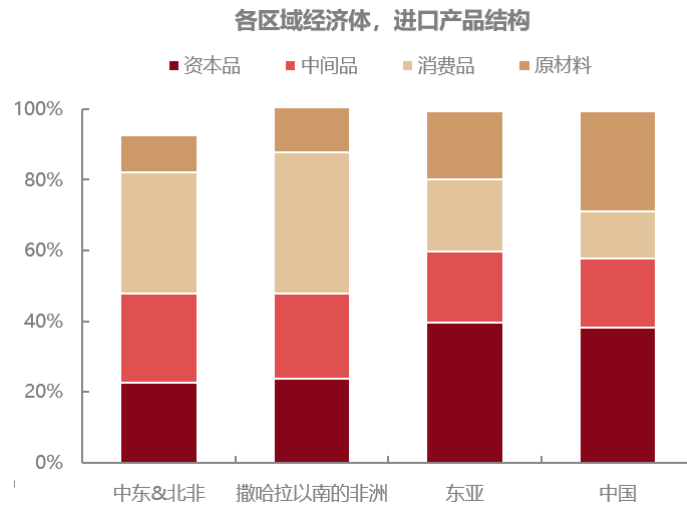
2023 年新兴经济体再次超过发达经济体，成为全球接收绿地投资的主要目的地。其背后一是 2020 年以来全球产业链重构持续推进，获取资源的诉求再次上升，二是近年部分新兴经济体（以中东、中亚、非洲为主）工业化的发展需求开始明显上升。在这轮新兴市场工业化过程中，中国对其出口也有增长潜力。新兴经济体工业化的诉求+中国对其投资逐步增加+中东、非洲国家的进口结构中资本品占比依然偏低，意味着中国对这些国家的资本品出口将是未来值得关注的需求增量。

图 7：2023 年新兴市场接受的 FDI 投资快速上升



数据来源：Wind，东方红资产管理

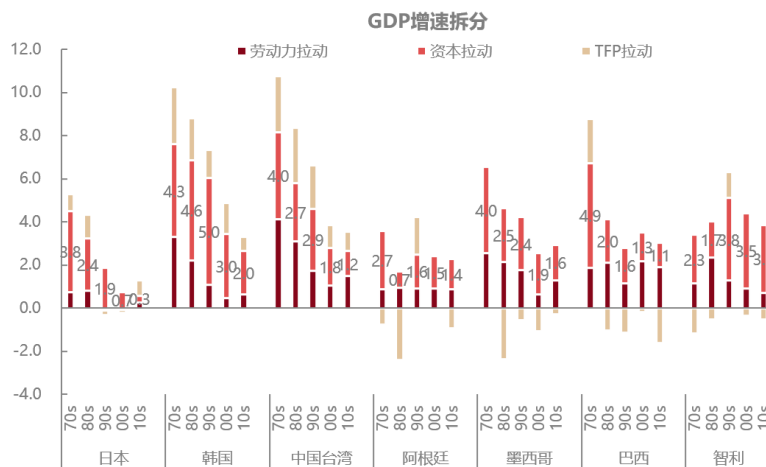
图 8：中东、非洲国家的进口结构中资本品占比偏低



数据来源：Wind，东方红资产管理

过去中国经济增速主要依靠劳动力及资本拉动，粗放型、高投入型的发展模式已不再符合高质量发展阶段的要求。劳动力方面，随着中国人口老龄化的演进，中国劳动年龄人口自 2013 年已见顶，低成本劳动力红利逐渐消退；资本积累方面，参考海外转型成功的经济体，资本红利也将下降。新质生产力或为解决当前国内经济转型和国际科技竞赛的“良药”，区别于传统生产力，其特点是创新起主导作用，核心标志是“全要素生产率大幅提升”。

图 9：资本拉动难以为继后，全要素生产率(TFP)成为转型能否成功的分水岭

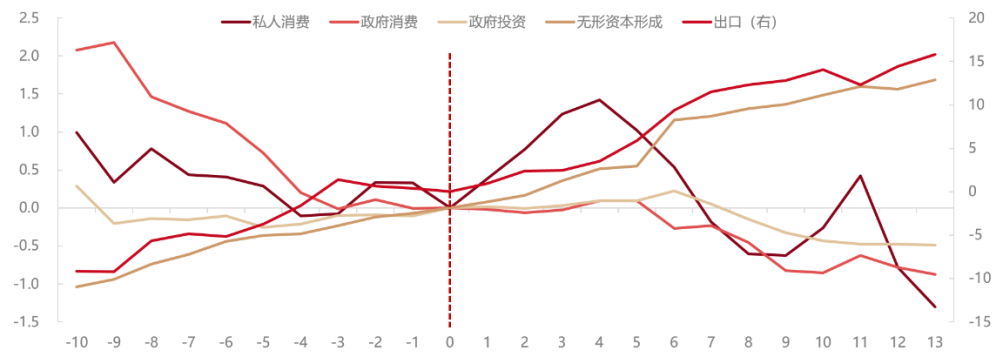


数据来源：Penn Table，东方红资产管理

自习近平总书记 2023 年 9 月在黑龙江考察时首提“新质生产力”以来，近期新质生产力一词高频出现。本次《政府工作报告》将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放在了 2024 年政府工作的首位，体现出当前政策对科技创新的诉求和紧迫性进一步提升。从重点工作排序来看，本次《政府工作报告》还将“科教兴国”提升至全年工作第二位，因为新质生产力的发展离不开人才的投入。

根据后地产时代的国际经验，在地产周期见顶后，主要经济体往往采取两大思路应对：短期方面，通过政府投资稳定经济，促进居民消费，但受制于财政约束或难以持续，长期看政府投资和私人消费占 GDP 比例将重新回落至低于地产周期时水平；长期方面，均由非贸易部门（房地产）向可贸易部门（制造业）转型来摆脱地产对经济的影响。一来转型出口是共同选择，体现为出口占 GDP 比例的持续提升；二来政府鼓励供给侧技术升级，驱动无形资产占比明显上升，替代固定资产投资。

图 10：主要经济体后地产时代的年度 GDP 分项比例平均变化
(横轴 t=0 为住宅投资占比最高年份)



注：样本为美国、欧盟、德国、英国、日本、韩国、新加坡、加拿大、澳大利亚、巴西。

数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 市场展望

一季度是财报业绩和宏观数据真空期，且政策环境和流动性环境相对较好，但二季度可能存在波折。除了部分增速超过+/-50%的公司强制性披露年报预告外，宏观层面 1-2 月处于数据真空期（工业企业指标、固定资产投资指标等不披露 1 月份数据）。这段时间往往是流动性和政策面相对友好的时

期，年初信贷投放量较高，各地两会与全国两会也陆续召开，此时相对有利于主题板块和成长板块的表现。从统计数据上看，“春节→两会”期间市场上涨概率最高，上证指数上涨概率达到 76.9%，而万得全 A、中证 500、中证 1000 的上涨概率高达 90%以上，风格偏小盘、偏主题。

图 11：A 股的“春季效应”——市场指数在各阶段的上涨概率（2010-2023 年）

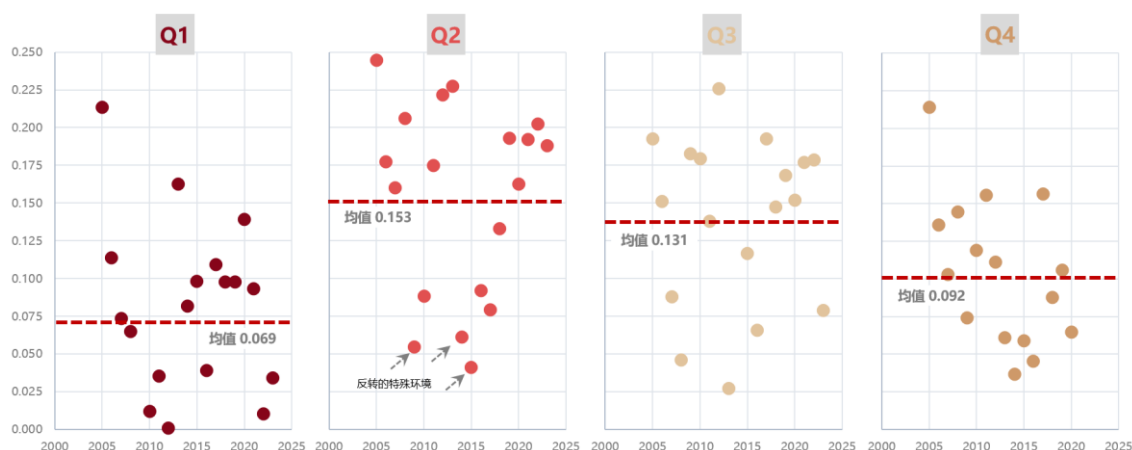
指数上涨概率	元旦-春节	春节-两会	两会期间	两会-中央政治局会议	中央政治局会议-4月底	Q1	1月	2月	3月
中证500	53.8%	92.3%	38.5%	46.2%	30.0%	61.5%	46.2%	84.6%	38.5%
万得全A	38.5%	92.3%	38.5%	46.2%	27.3%	46.2%	38.5%	69.2%	38.5%
中证1000	38.5%	92.3%	38.5%	46.2%	18.2%	53.8%	30.8%	84.6%	38.5%
中小板指	46.2%	76.9%	38.5%	46.2%	27.3%	46.2%	46.2%	76.9%	38.5%
上证指数	46.2%	76.9%	46.2%	53.8%	27.3%	38.5%	46.2%	69.2%	38.5%
创业板指	46.2%	61.5%	38.5%	38.5%	27.3%	46.2%	38.5%	61.5%	38.5%
沪深300	38.5%	61.5%	38.5%	38.5%	9.1%	38.5%	46.2%	53.8%	38.5%
上证50	46.2%	53.8%	38.5%	38.5%	18.2%	38.5%	46.2%	61.5%	46.2%

数据来源：Wind，东方红资产管理

复盘 2010 年以来的历史经验（剔除两会延至 5 月的 2020 年），一季度末市场上涨至 4 月财报季的概率只有 38%，4 月单月上涨概率更是只有 23%。一季度末的反弹往往在 4 月面临考验，财报季验证或政策监管变化可能是重要因素。复盘历史上财报季前后股票持续上涨的驱动因素，市场或是出现了经济复苏的预期，例如 2009 年（四万亿）、2016 年（供给侧改革）、2019 年（货币信用双宽）；或是出现了产业层面的积极变化，例如 2015 年（移动互联网）、2021 年（新能源）、2023 年（AI 产业链）。

从业绩与股价的相关性上可以看出，二季度是全年中业绩对股价表现解释力最强的阶段。业绩的季度有效性呈现“二季度>三季度>四季度>>一季度”的特点，即一季度“最不基本面”，二季度“最基本面”。一季度这种比较“混乱”的行情终结于 4 月份的财报季。二季度市场或将再度以基本面为锚，重新回归到业绩驱动的模式中。

图 12：2005-2023 年 A 股季度扣非净利润增速与该季度涨幅的相关系数

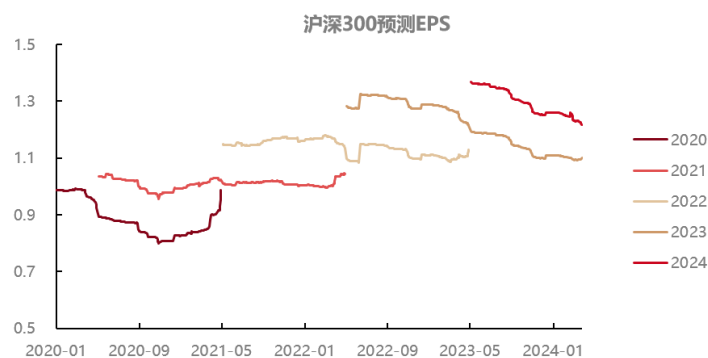


数据来源：Wind，东方红资产管理

市场低谷末期“报表洗澡”是常态。截至 3 月 31 日，已有 1128 家 A 股上市公司披露 2023 年年报，其中有 40% 公司利润负增长。总体来看，四季报利润不及三季报，目前已披露年报公司的净利润同比增速从三季度 0.85% 进一步下滑到四季度的 0.09%。

财报期的盈利预期下调往往是 4 月回调主要原因。市场往往在会在年初高估盈利预期，随后在全年逐步下修预期，而一季报期间正是市场快速调整盈利预期的时间段，因而容易发生回调。

图 13：沪深 300 指数 2024 年 EPS 预测年初以来进一步下修

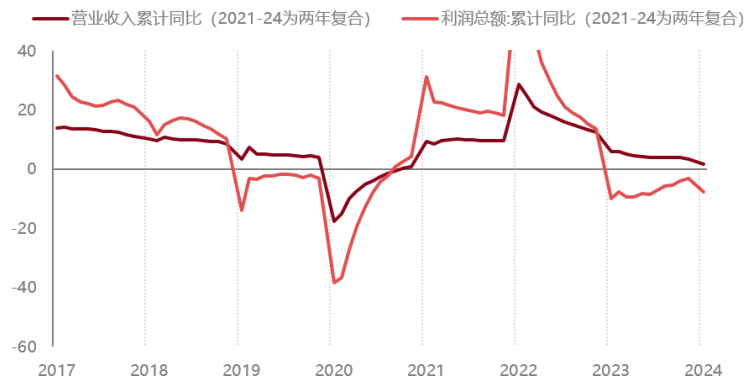


数据来源：Wind，东方红资产管理

从工业企业利润来看，一季报企业盈利弱修复的可能性大。1-2 月规模以上工业企业利润同比读数改善，但剔除基数效应，营收和利润的两年复合增速分别为 1.6% 和 -7.8%，利润率和 PPI 价格偏低，指向当前经济仍然是供

给先行待需求匹配，呈现“增收不增利”的状态。考虑到 A 股 5000 多家上市公司中 70% 左右为工业企业，上市公司业绩与工业企业利润增速趋势较为一致，预计上市公司一季报企业盈利同比改善但成色不足，企业盈利弱于经济增长，宏观与微观之间仍有“温差”。

图 14：在产能过剩环境下，营收增速正增长，盈利负增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

中长期来看，市场低谷期或已结束，有望企稳回升，“以投资者为本”的新定位标志着 A 股市场站在了新起点。近年来，在以注册制改革背景下，A 股市场更加强调为企业进行直接融资的功能。1 月 24 日，证监会首次提出要“建设以投资者为本的资本市场”，要求增强投资者获得感；3 月 5 日，两会政府工作报告要求“增强资本市场内在稳定性”；3 月 6 日，证监会主席吴清在记者会上就投资与融资的平衡、提高上市公司质量、投资者回报等问题回应市场关切；3 月 15 日，证监会密集出台多项政策文件，涉及严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理，以及综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行逆周期调节等政策新规。

自去年 8 月以来，监管层已在统筹一、二级市场平衡，合理把握 IPO、再融资节奏，完善一、二级市场逆周期调节。减持新规政策发布以来，产业资本减持压力显著缓解，资本市场改革措施有望扭转资金供需平衡表。

受流动性问题影响，2 月初上证指数跌至历史性底部区域，绝对估值已经低于 2018 年和 2022 年底部，隐含风险溢价(ERP)达到了 3 年滚动均值以上两倍标准差水平，这往往也是历史上指数底部的估值特征。

从估值维度比较本轮与 2022 年 10 月底部的差异来看，2022 年 10 月

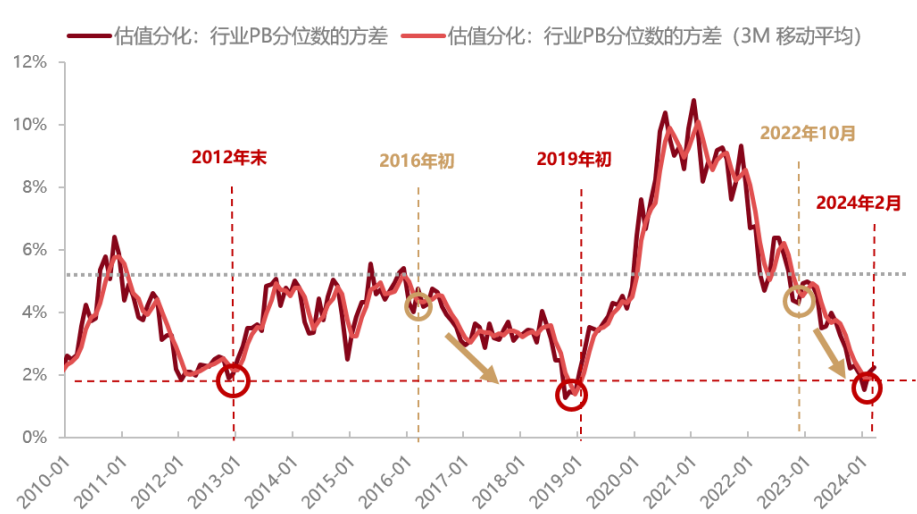
“疫情转段”与“地产三支箭”带来信心恢复，市场普遍认为是熊牛转换的拐点，但当时 A 股行业之间的估值方差罕见地处于历史较高水平，创业板和小盘指数也不够便宜，这与 2012 年底、2019 年初“市场底”时期“遍地黄金、所有行业都便宜”并不同。而 2024 年初的市场估值，更像是大多数行业和宽基指数的历史性底部区域，2 月初各行业估值方差已出现 2012 年底、2019 年初市场底部特征，体现为估值方差收敛，绝大多数行业进入便宜区间，主要指数的估值也基本到达过去五年的最低分位数水平。

图 15：A 股风险溢价变化



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 16：2024 年初行业估值方差降至历史低点



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

1. **美日货币政策偏紧：**目前市场共识是美联储今年降息三次，同时日本央行不会急于加息。如果美国经济再加速和二次通胀风险增加，日本工资上涨进一步推动物价上涨，美联储可能采用更谨慎的货币政策甚至全年不降息，日央行也可能会加快加息步伐，进而导致全球流动性收紧，造成市场动荡。
2. **房地产的金融风险：**房地产下行风险仍不可忽视。如果房地产困境在2024年持续，可能对金融市场风险有影响，特别是那些高度依赖房地产抵押贷款的银行和金融机构，可能面临更大的信贷风险和不良贷款压力。
3. **中美关系不稳定压制风险偏好：**中美战略竞争背景下，两党在面临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。假如共和党候选人特朗普卷土重来，可能对中国商品加征更高额的关税，导致中美摩擦加剧。

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 4 月 30 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。