

相信，然后看见

文/东方红资产管理 权益研究团队

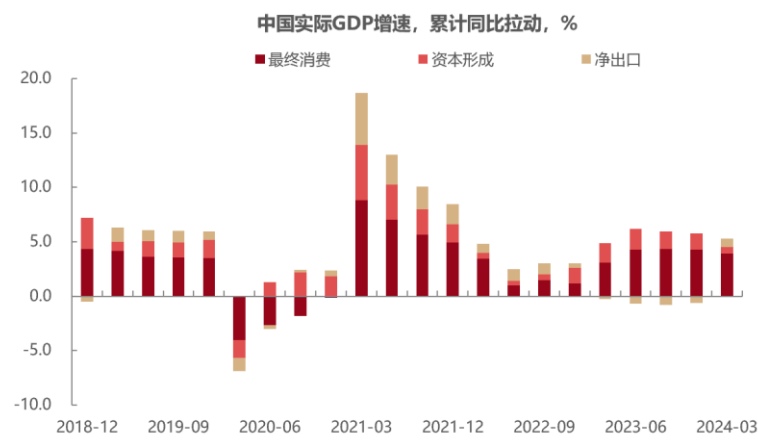
摘要

- 外需修复+内需企稳，中国经济有望出现周期性复苏。**2023 年中国经济面临外需和内需的双重压力。进入 2024 年，首先，外需周期性修复，带动中国出口和制造业投资改善；其次，内需政策转向稳增长，政策定调更加积极，若房地产市场触底或降幅趋缓，对经济增速的拖累效应逐步减弱，未来一段时间宏观经济有望先于房地产行业自身开始企稳回升。
- 市场底部探明，龙头风格占优。**经过年初的压力测试，市场低点已经探明，资本市场改革和政策支持为市场创造了更为友好的投资环境，市场下行空间有限。结构上来看，本轮行情主要由估值修复推动，多数宽基指数的估值已回到历史中枢水平以上。在估值先行后，当下位置需要耐心等待基本面接力的信号，预计企业盈利将随着名义 GDP 的修复而改善。一方面，产能扩张高峰已过，供需错配的压力有望缓解，有助于企业盈利恢复；另一方面，库存周期见底，降价压力减轻。从风格上看，龙头企业成为超额收益的主要来源，在新“国九条”下，主动基金重新聚焦龙头和被动基金持续扩容共同作用的结果是大盘风格可能继续占优。
- 风险与不确定性。**房地产困境的金融风险，贸易战升级风险。

一、宏观经济

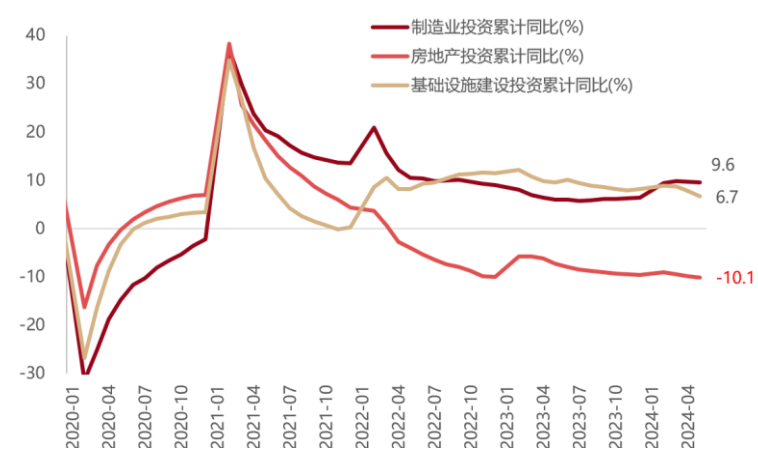
如果将中国经济增长的引擎分为外需和内需,2023 年以来两者均存在一定压力,所以经济的体感不太理想。2024 年上半年“外热内冷”,全球制造业 PMI 企稳回升,外需改善支撑“出口→制造业”链条,中国出口由负转正,制造业投资增速加快,但内需相关的地产、基建投资放缓。未来半年到一年有望看到经济企稳复苏,国内政策端更加积极有为,地产对内需的拖累下降,则经济周期可能见底。

图 1：2023 年中国内需及外需均弱，2024 年 Q1 外需改善



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 2：固定资产投资增速分化

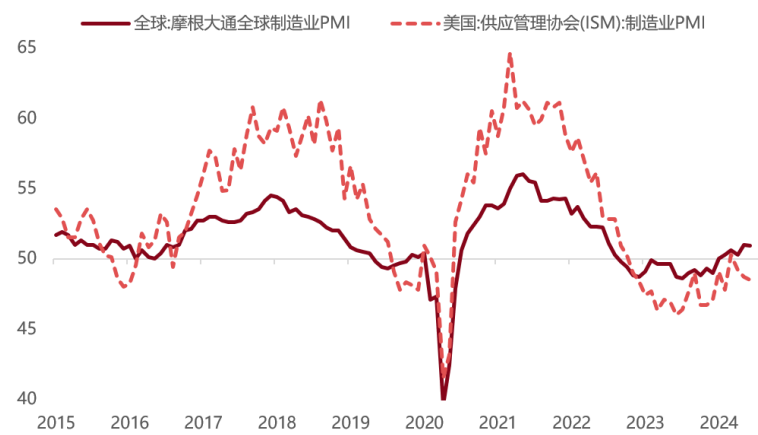


数据来源：Wind，东方红资产管理

外需周期性修复，全球制造业 PMI 时隔 16 个月重回扩张区间，并且连续 6 个月站在荣枯线上，海外可贸易部门的恢复有利于中国出口。考虑到出

口的基数在下半年更低，预计全年出口增速仍有支撑。过去两年受到终端去库存影响，我国出口表现弱于发达国家需求。目前，美欧去库存或接近尾声，部分行业已出现补库迹象，发达国家消费品继续向需求回归的过程将对中国出口形成支撑。

图 3：全球制造业 PMI 连续 6 个月站在荣枯线之上



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2024 年 6 月

图 4：去库阶段结束，美国消费品进口增速向需求增速回归

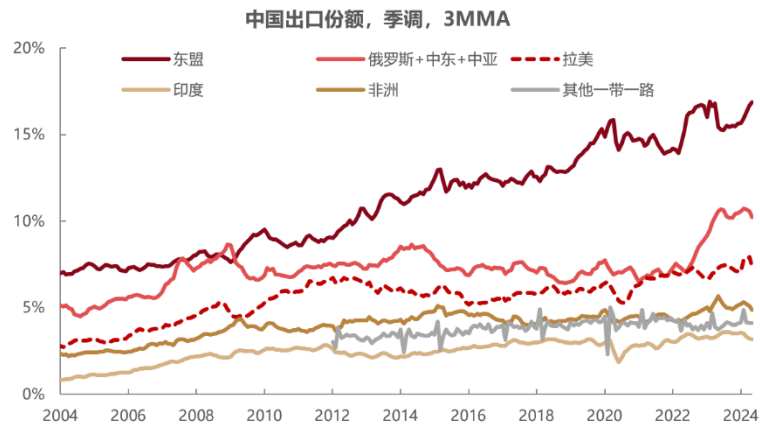


数据来源：Wind，东方红资产管理

中国的外贸多元化取得显著进展，已从依赖少数几个主要贸易伙伴转向拓展更广泛的国际市场，这包括加强与“一带一路”沿线国家以及新兴市场的贸易联系。2023 年中国与共建“一带一路”国家进出口达到 19.47 万亿元规模，占外贸总值的 46.6%。

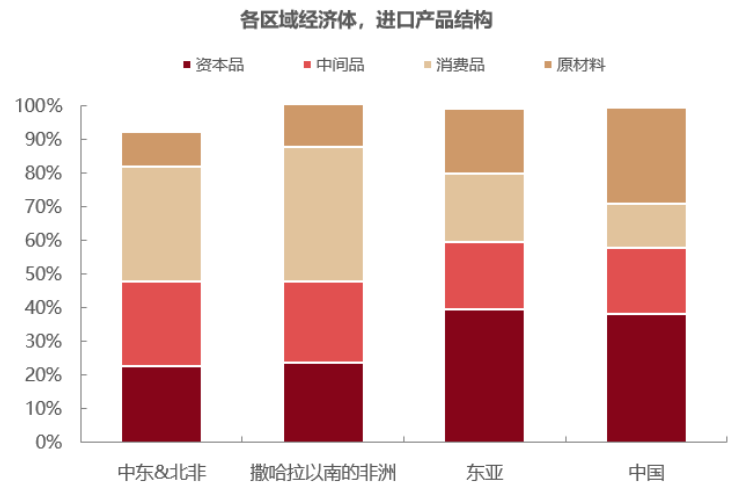
新兴市场的工业化进程为中国出口提供了新的增长机遇。随着全球产业链重构持续推进，一方面东盟、墨西哥等产能转移受益国处在快速扩张期，另一方面，部分新兴经济体（以中东、中亚、非洲为主）工业化的发展诉求明显上升，中国从发达市场“代工”转变为新兴市场“设备供应商”。

图 5：中国对新兴市场的出口份额增加



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 6：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

尽管外需阶段性改善，但外部环境却更加严峻和复杂，对内生动能提出了更高的要求。过去一段时间，贸易不均衡、产能过剩问题重回欧美视野，除拜登再次针对部分商品提高关税以外，美国及欧洲还针对部分商品出台非关税的贸易保护政策。自 4 月美国财政部部长耶伦访华开始，欧美国家一些

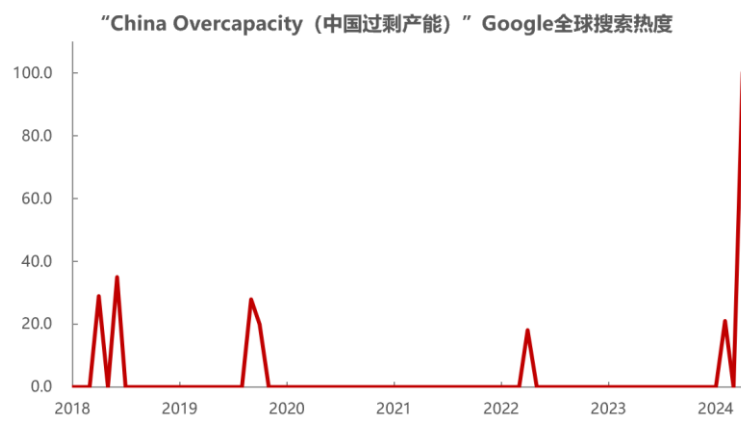
官员频繁炒作所谓的“中国产能过剩论”，并将其上升到国家安全的高度，试图遏制打压中国产业发展。美国大选和对华贸易政策的不确定性下，当前有“抢出口”的倾向，到了大选后还可能存在新的贸易摩擦风险。

图 7：过去几个月中国在贸易上承受的压力上升



数据来源：Global Trade Alert，东方红资产管理

图 8：近期美国炮制“中国产能过剩论”，试图遏制中国产业发展

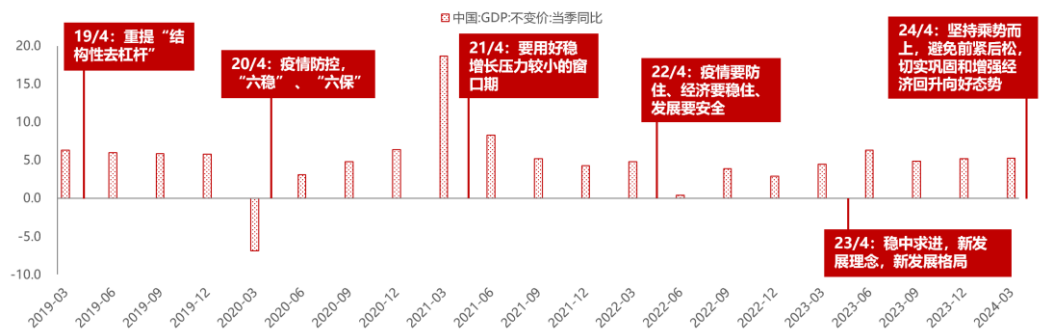


数据来源：Google，东方红资产管理

历史上的 4 月中央政治局会议定调曾多次出现较大变化，甚至政策转向，比如 2019 年 4 月删去“六稳”、重提“结构性去杠杆”，2021 年 4 月提出“要用好稳增长压力较小的窗口期”。今年政策定调没有因为一季度经济开门红超预期而踩刹车，而是继续发力，“坚持乘势而上、避免前紧后松”“有效落实已经确定的宏观政策”，意味着今年政策发力节奏可能靠前，并狠抓落实。不同于 2023 年 4 月、12 月的中央政治局会议都把科技产业部署排在

第一位，“积极扩大国内需求”在今年4月会议重回工作任务之首，扩内需优先级提高。

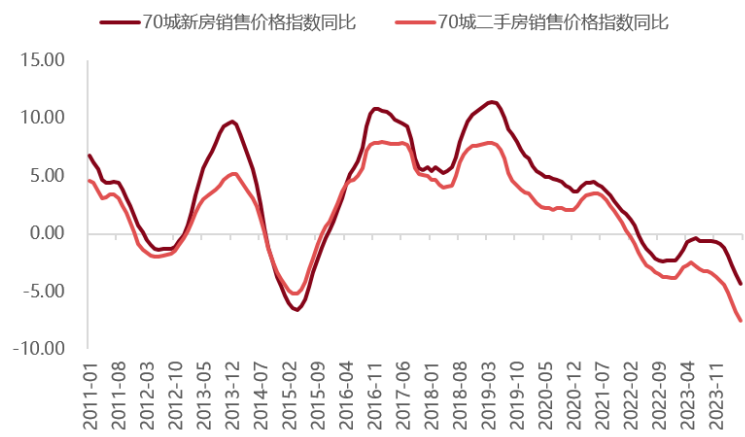
图 9：2018-2024 年 4 月重要政策会议基调变化



数据来源：公开信息，东方红资产管理

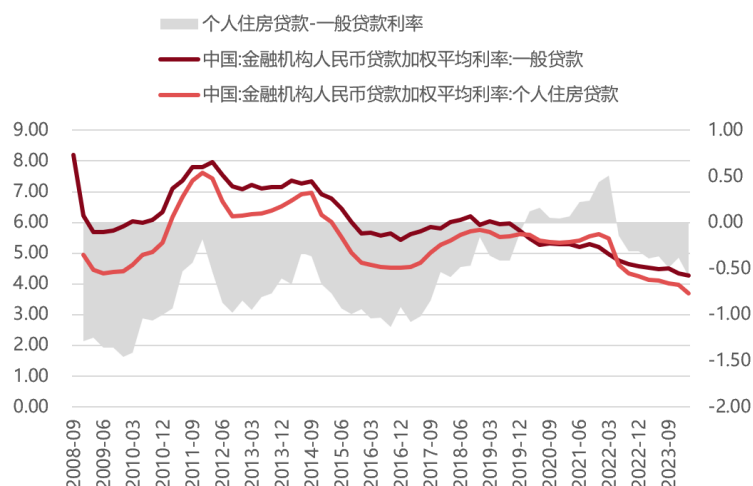
近期，一线城市房价降幅排名靠前，央企国资房企也出现较大的降价和现金流压力。国务院副总理何立峰在近期会议上首次提出房地产工作的“人民性、政治性”，这是前所未有的高度。自今年4月中央政治局会议新增部署“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”以来，新一轮地产政策密集出台，重心可能逐步转向“去库存”且力度明显增强，通过需求端降低购房成本和门槛、供给端消化存量库存，一系列组合拳反映出决策层对扭转当前局面的决心；且工具箱里的储备工具丰富，后续视实际情况可能会继续择机出台，直至房地产市场企稳。

图 10：房价经历大幅调整



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2024 年 5 月

图 11：与前几轮相比，房贷利率仍有下降空间

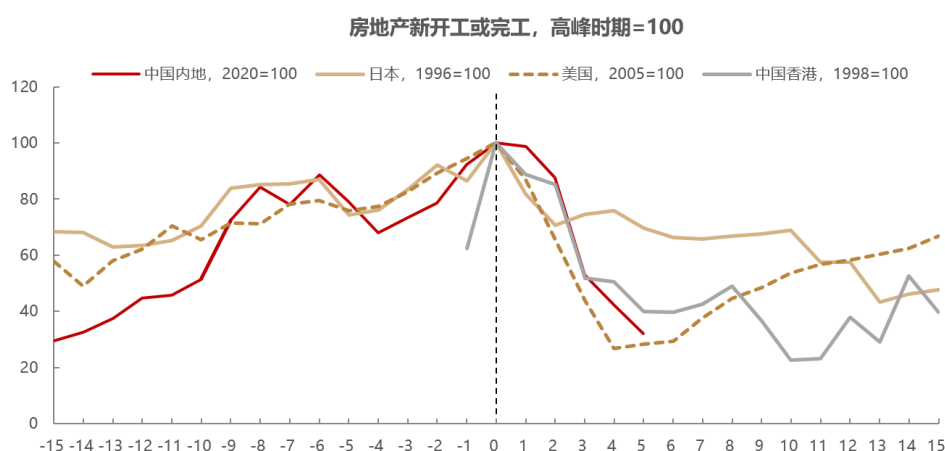


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2024 年 3 月（季度数据）

中国拥有近 500 亿平米存量住房，大部分房屋按 50 年进行折旧，每年约 2%，这也就是许多业界人士和学者估算的“未来住房需求建设中枢值为 10 亿平米”的由来。而 2023 年全年新开工 9.5 亿平米，2024 年前 4 个月较去年同期进一步下降 25%，说明目前市场有可能是超跌的；另一方面，参考海外经验，新开工调整幅度可能也接近到位。

二手房价格也经历了大幅调整。贝壳研究院数据显示，截至 2024 年 5 月，50 个重点样本城市的二手房价格较 2021 年 7 月高点下跌 26.5%，接近于国际上其他地区房价大幅回调的平均水平（30%）。

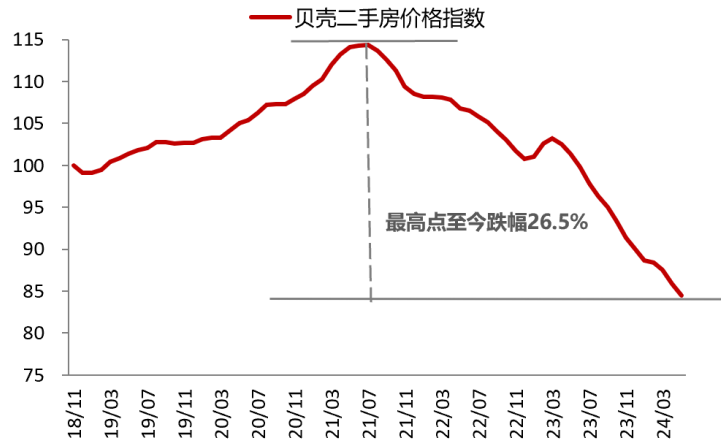
图 12：参考海外经验，中国的新开工可能接近调整到位



注：2024 年新开工增速假设按照 1-5 月累计同比增速-24.2%。

数据来源：Wind，东方红资产管理

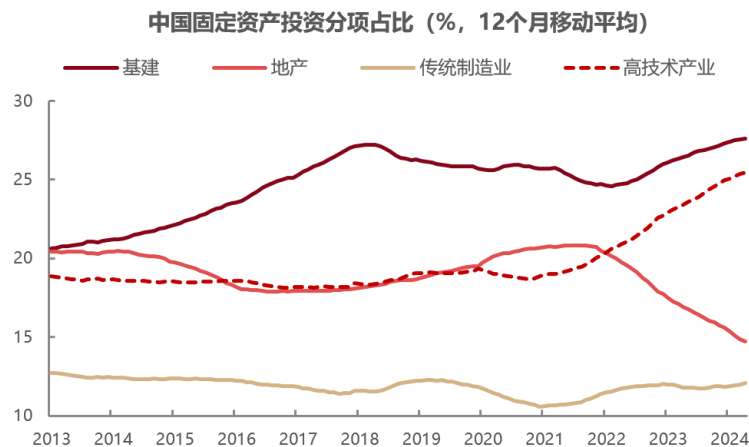
图 13：二手房价也已深度调整



数据来源：Wind，东方红资产管理

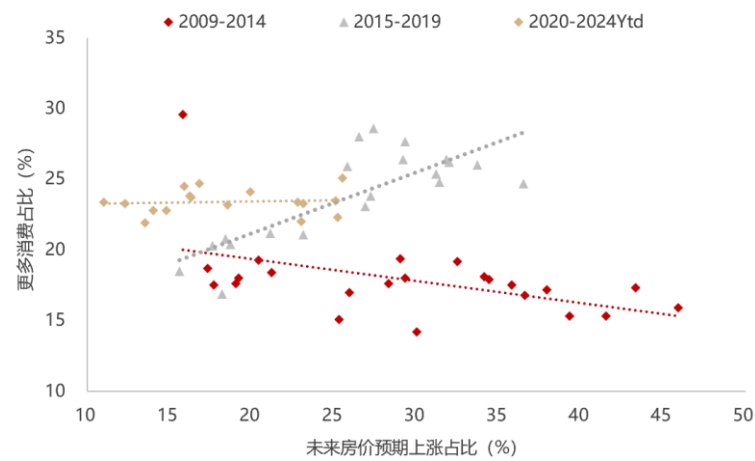
房地产市场触底（或降幅明显趋缓）最大的作用在于不再对经济造成拖累，从而使得投资和消费有望先于房地产自身开始企稳回升。一方面，经过3年的快速调整，地产占总投资的比重已经从21%降至14%左右，基建、高技术产业替代了地产投资的份额，经济结构逐渐从房地产链转为以汽车为代表的高端制造业，房地产的拖累效应下降。另一方面，房价预期对居民消费倾向的影响弱化。国内外学术研究显示“房价对消费的影响”有明显的国别差异，在金融市场发达、信贷体系健全的国家，房价上涨能够通过财富效应促进居民消费，而基于中国的研究普遍发现挤出效应大于财富效应。受益于地产挤出效应下降和收入分配机制优化，居民消费倾向已逐步趋于稳定。

图 14：房地产投资的占比已经显著下降



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 15：房价预期与居民消费倾向的相关性有所变化



数据来源：Wind，东方红资产管理

从海外典型地产危机的复苏经验来看，在度过了房地产大幅下行的风险释放期后，经济企稳往往早于住宅投资回升。随着新旧动能的切换，原本与地产有较大关联的行业正在逐渐脱敏，以铜、铝为例，新能源用铜占铜消费量的比重已经从 2021 年 8.5% 上升到 2023 年 14.7%，新能源用铝占铝消费量的比重从 2021 年 5.6% 增加到 2023 年 11.2%；部分厨电、装修建材企业则通过品类外延策略对冲地产景气下滑。

图 16：海外典型地产复苏经验

下行时间：从高点到低点，年					下行时间：从高点到低点，年				
国家/地区	地产				国家/地区	经济，同比增速，%			
	住宅投资（占GDP）	新房开工（面积）	房屋销售（销售量）	房价（实际水平）		实际GDP增速	实际居民消费	固定资本形成	非住宅固定资产投资
美国	4	4	5	6	美国	2	2	2	3
日本	17	13	21	19	日本	3	7	7	3
新加坡	9	4	7	1	新加坡	4	1	1	1
泰国	-	4	-	2	泰国	0	0	0	-
中国香港	-	10	-	6	中国香港	1	1	1	-

注：起点为房价高点，美国为 2006 年，日本为 1990 年，中国香港、泰国、新加坡为 1997 年。

数据来源：Wind，东方红资产管理

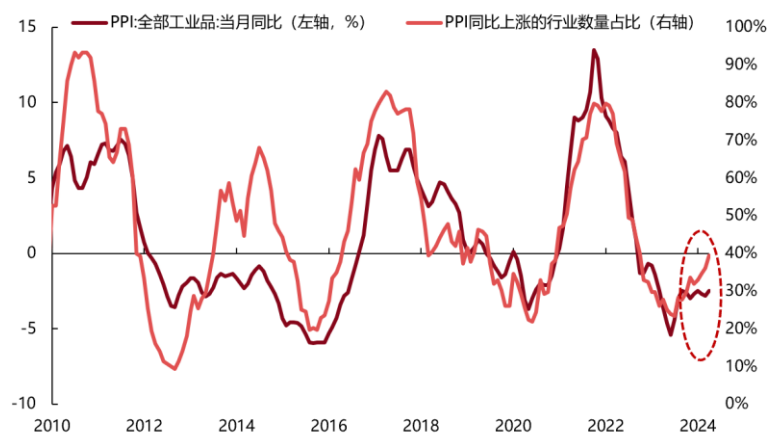
图 17：中国铜、铝消费量及下游子行业增速

	2019	2020	2021	2022	2023
基建投资	3.3%	3.4%	0.2%	11.5%	8.2%
电网工程投资	-6.7%	-2.3%	1.1%	2.0%	5.4%
电源工程投资	12.6%	29.2%	4.5%	22.8%	30.1%
地产新开工	8.5%	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-20.4%
地产竣工	2.6%	-4.9%	11.2%	-15.0%	17.0%
造船完工量	6.2%	4.9%	3.0%	-4.6%	11.8%
汽车产量	-8.0%	-1.4%	4.8%	3.4%	9.3%
空调产量	6.5%	-8.3%	9.4%	1.8%	13.5%
洗衣机产量	9.8%	3.9%	9.5%	4.6%	19.3%
挖掘机产量	14.7%	36.7%	5.4%	-21.7%	23.5%
电动汽车产量	-0.6%	17.3%	145.6%	97.5%	30.3%
光伏装机量	-40.7%	81.8%	14.0%	59.1%	147.1%
风电装机量	22.5%	180.4%	-34.0%	-20.9%	101.1%
中国精炼铜消费量 (万吨)	1210	1355	1361	1380	1448
YOY	-0.6%	12.0%	0.4%	1.4%	4.9%
中国电解铝消费量 (万吨)	3542	3818	3995	4054	4291
YOY	-2.0%	7.8%	4.6%	1.5%	5.8%

数据来源：Wind，东方红资产管理

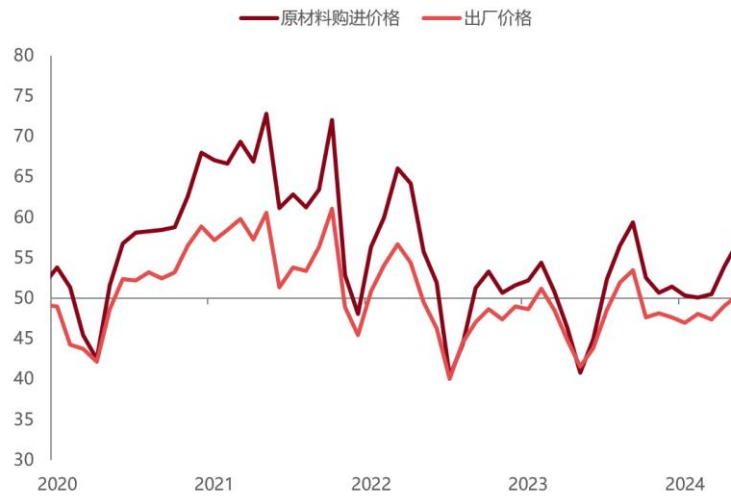
从微观层面看，PPI 同比仍然维持在负值区间；但从细分行业的 PPI 水平看，已有近四成的行业 PPI 同比转正，预计下半年 PPI 降幅将继续收窄。国内涨价品种有扩散迹象，提价的环节不仅是部分上游原材料，一些中游制造业和下游消费品的价格水平也出现了边际提升的迹象，其背后的原因可能是供给约束、需求平稳或边际改善推动的再平衡，可能是经济企稳回升的标志。

图 18：PPI 当月同比改善的细分行业已达四成



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 19：下游跟随原材料价格上涨而上涨



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 市场展望

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。

“国九条”出台、资本市场“1+N”政策体系形成和落地实施之下，来自政策端的呵护为市场营造了更为友好的投资环境。近年来，在注册制改革背景下，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。

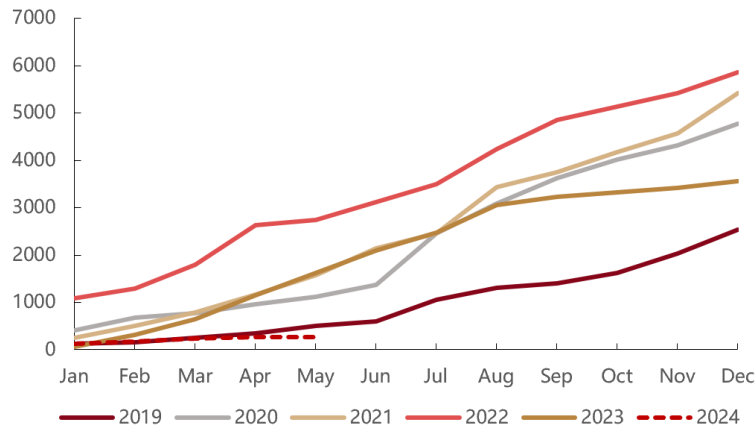
“以投资者为本”的新定位标志着A股正由“重融资”转向“投资与融资并重”。自去年8月以来，监管层已在统筹一、二级市场平衡，合理把握IPO、再融资节奏，完善一、二级市场逆周期调节。减持新规政策发布以来，产业资本减持压力显著缓解。未来即使没有增量资金，股市也可能在分红+回购慢慢超越股权融资规模的情况下，慢慢企稳回升。

图 20: A 股风险溢价变化



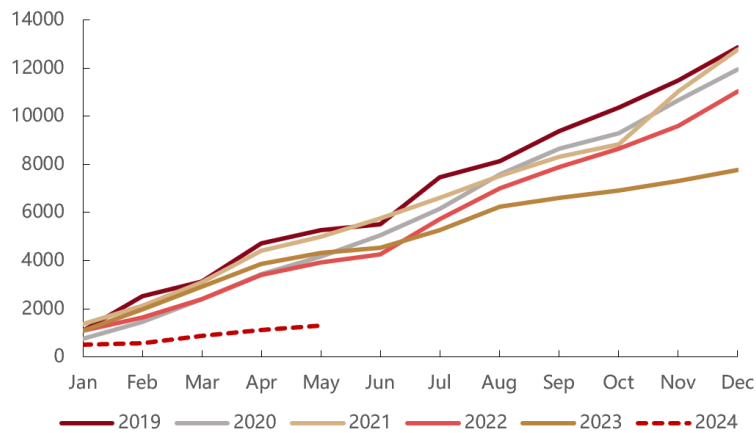
数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 21: 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

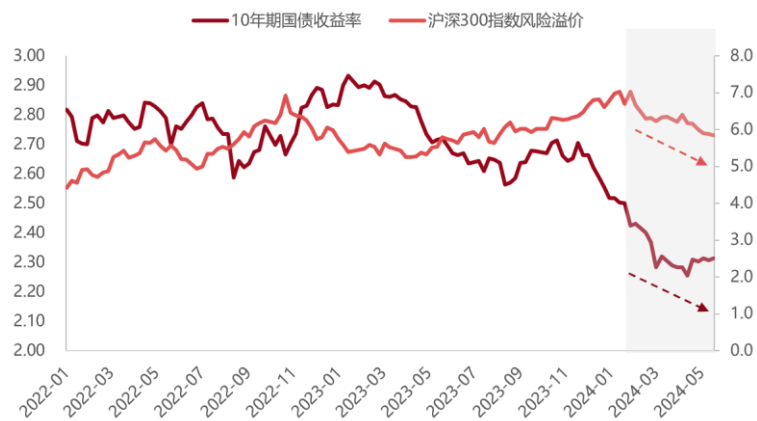
图 22: 历年再融资节奏对比 (累计规模, 亿元)



数据来源: Wind, 东方红资产管理

2月低点以来的市场上涨主要由估值推动,上证指数自低点以来涨幅12%,其中PE(TTM)上行14.5%,业绩对指数上涨的贡献为负,EPS(TTM)下跌-1.6%。修复最快的阶段可能已经过去:当前多数宽基指数估值都已经修复到中枢水平以上。考虑到前期无风险利率下行幅度较大,继续下行可能有一定阻力,风险溢价也已逐步向均值回归,都将制约估值进一步修复的空间。

图 23：无风险利率和风险溢价共振驱动估值修复



数据来源：Wind，东方红资产管理

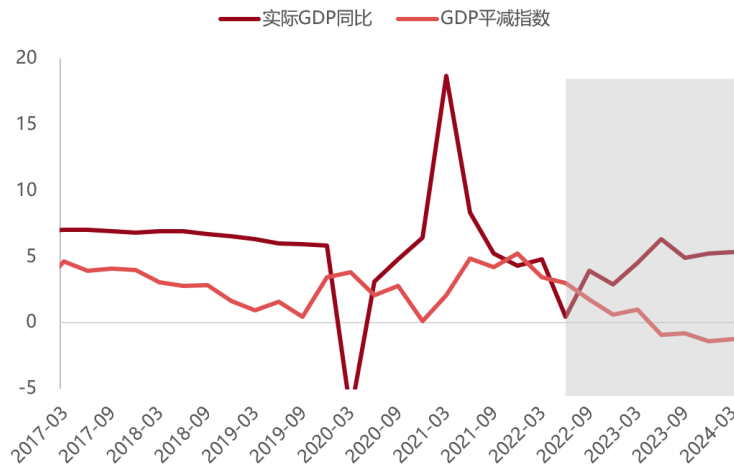
图 24：A 股主要指数的估值分位数与过去一年高低点的对比

指数	PE分位(3年滚动)			
	2024年6月 (当前)	2024年5月 (年内高点3174)	2024年2月 (今年低点2635)	2023年5月 (去年高点3418)
上证指数	71.0	87.9	2.5	60.7
深证成指	16.0	25.5	0.0	16.2
创业板指	10.2	17.1	0.0	0.4
中小综指	4.4	11.2	0.0	20.8
上证50	68.6	72.8	9.3	42.0
沪深300	49.7	64.1	1.2	41.3
中证500	66.0	89.1	5.5	67.4
中证1000	75.5	99.2	2.5	56.1
国证2000	20.5	42.6	0.1	91.7
科创50	62.7	58.3	1.9	31.6

数据来源：Wind，东方红资产管理

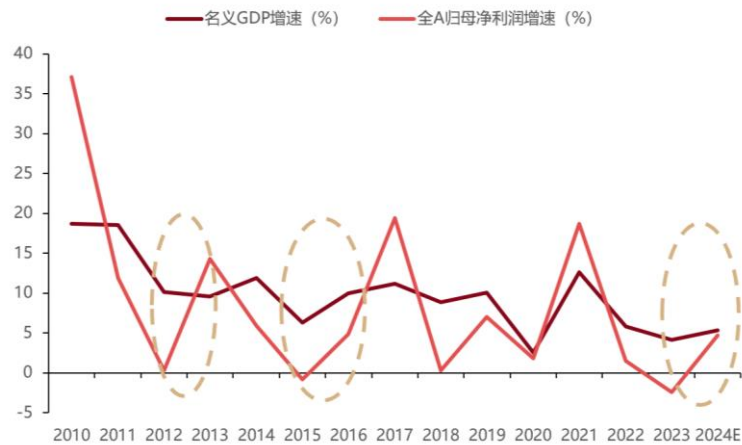
企业盈利可能跟随名义GDP修复而修复。尽管一季度GDP增长5.3%大超预期,但价格低迷导致企业“增收不增利”,一季报全部A股非金融的净利润增速降至-5.4%,反映出宏观与微观的温差仍然存在。下半年,PPI见底回升将带动经济中的名义变量改善,名义GDP增速有望温和回升,而股票市场所关心的企业盈利,往往是由名义GDP决定的。

图 25：经济的量价背离明显



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 26：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，2024 年为预期值

从产能周期的角度来看，本轮以先进制造业引领的 A 股产能扩张周期可能已经见顶，领先指标（在建工程、投资现金流等）增速回落。在需求恢复较慢且收入还在下滑的情况下，企业扩张也趋于审慎。

供需失衡是本轮疫情扰动后制约企业盈利的主要问题，一季度工业企业产能利用率降至历史极低位置。但目前 A 股资本开支的收缩已和收入增速逐渐靠拢，逐渐消化供需错配的缺口，有助于企业盈利的恢复。

图 27：工业企业产能利用率



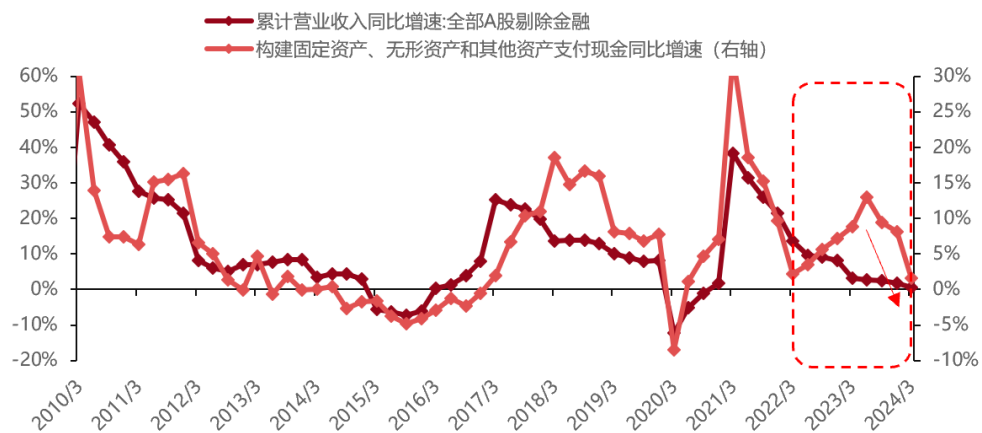
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 28：全 A 非金融的资本开支同比显著回落



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 29：供需错配有望改善

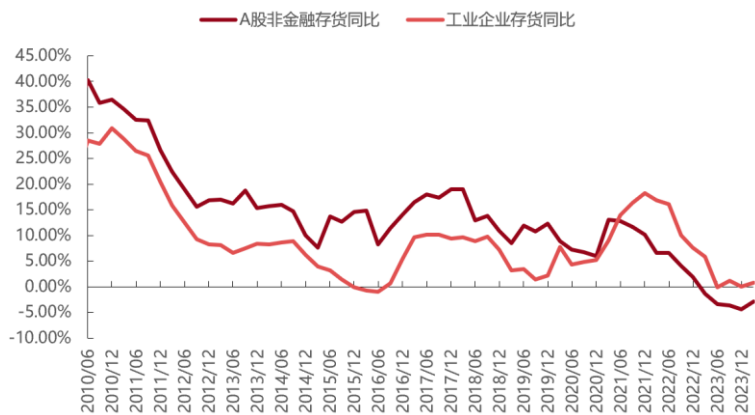


数据来源：Wind，东方红资产管理

A 股企业的库存去化基本完成。上市公司口径的去库存比统计局口径的工业企业更快，A 股非金融的存货同比增速已经连续五个季度为负，2024 年一季度库存降幅出现收窄。企业在去库存阶段可能会以价换量，所以去库周期价格压力大；随着去库存基本完成，降价压力也会随之减轻。

目前看库存周期在底部震荡，但与以往去库存周期时存货周转率持续下降不同，本轮去库阶段的存货周转率有效回升至历史中位数水平，一旦需求回升，将有效带动库存回补。

图 30：A 股非金融与工业企业的存货同比



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 31：此轮去库周期 A 股非金融存货周转率上升

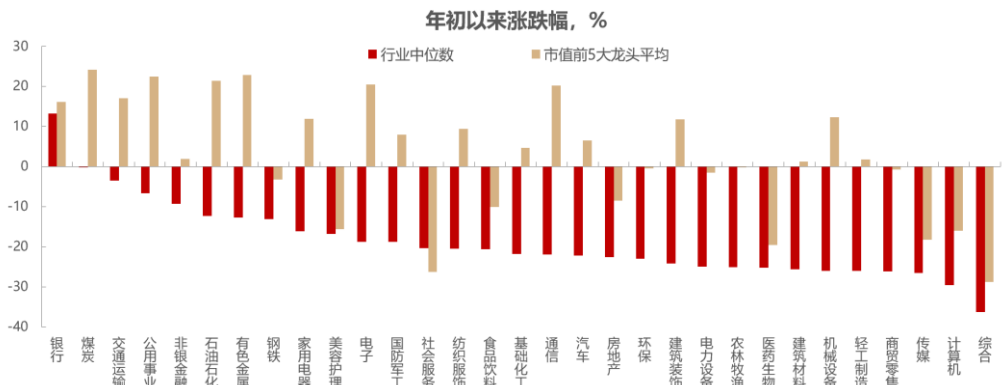


数据来源：Wind，东方红资产管理

从申万 31 个一级行业年初以来的涨跌幅中位数来看，除社服外，各行业市值前五大龙头股均明显跑赢所在行业的中位数，内部分化明显，龙头

战胜行业，成为今年超额收益的主要来源。比如今年表现居前的有色和家电行业，龙头超额收益明显，而行业个股涨跌幅中位数却分别为-12.65%和-16.1%。龙头风格的形成可能是在新“国九条”下，主动基金重新聚焦龙头，以及被动基金持续扩容共同作用的结果。

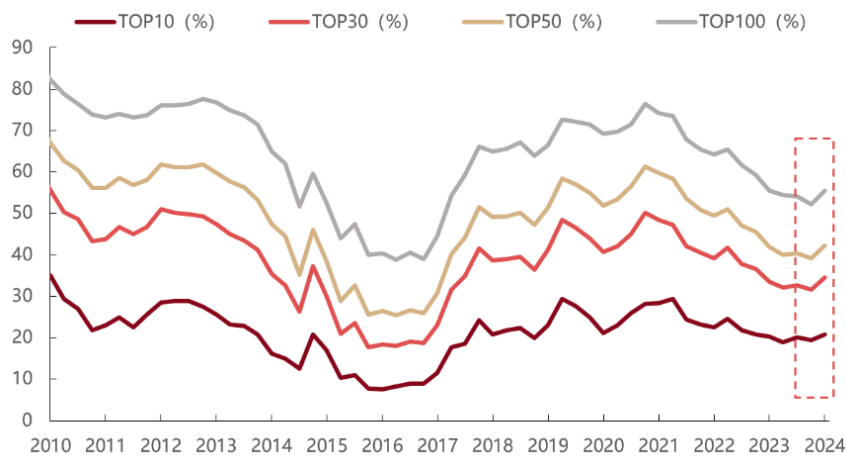
图 32：申万一级行业涨跌幅中位数和龙头表现对比



数据来源：Wind，东方红资产管理

公募持仓从分散到集中、从市值下沉到聚焦龙头的转折点或已出现。参考历史经验，主动基金持仓“分久必合”，往往与大小盘风格轮动相匹配。从一季报来看，主动偏股型基金持股市值前 10/30/50/100 的重仓股占全部重仓股持仓市值的比例均有不同程度的提升。从加仓个股来看，基本都集中在以各行业龙头为代表的核心资产。

图 33：主动偏股型基金持股市值前 10/30/50/100 大重仓股的市值占比



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 34：2024Q1 主动偏股型基金持仓和加仓的前 20 大个股

持仓比例前二十的个股						加仓比例前二十的个股					
排序	证券代码	证券简称	一级行业	持股比例	仓位环比	排序	证券代码	证券简称	一级行业	较23Q4 仓位变化	
1	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	4.12%	-0.43 pct	1	300750.SZ	宁德时代	电力设备	0.95pct	
2	300750.SZ	宁德时代	电力设备	3.52%	0.95 pct	2	601899.SH	紫金矿业	有色金属	0.78 pct	
3	000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	2.13%	0.01 pct	3	000333.SZ	美的集团	家用电器	0.57 pct	
4	000858.SZ	五粮液	食品饮料	2.10%	0.31 pct	4	603993.SH	洛阳钼业	有色金属	0.41 pct	
5	601899.SH	紫金矿业	有色金属	1.90%	0.78 pct	5	002371.SZ	北方华创	电子	0.36 pct	
6	000333.SZ	美的集团	家用电器	1.51%	0.57 pct	6	300308.SZ	中际旭创	通信	0.35 pct	
7	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	1.48%	-0.08 pct	7	000858.SZ	五粮液	食品饮料	0.31 pct	
8	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	1.40%	0.24 pct	8	300274.SZ	阳光电源	电力设备	0.30 pct	
9	300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	1.34%	-0.13 pct	9	600900.SH	长江电力	公用事业	0.27 pct	
10	002475.SZ	豆派精密	电子	1.34%	-0.29 pct	10	002463.SZ	沪电股份	电子	0.24 pct	
11	300308.SZ	中际旭创	通信	1.10%	0.35 pct	11	600690.SH	海尔智家	家用电器	0.24 pct	
12	300274.SZ	阳光电源	电力设备	1.09%	0.30 pct	12	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	0.24 pct	
13	002371.SZ	北方华创	电子	1.04%	0.36 pct	13	600941.SH	中国移动	通信	0.23 pct	
14	000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	1.01%	0.15 pct	14	000651.SZ	格力电器	家用电器	0.23 pct	
15	600941.SH	中国移动	通信	0.81%	0.23 pct	15	601138.SH	工业富联	电子	0.21 pct	
16	688012.SH	中微公司	电子	0.76%	0.12 pct	16	300502.SZ	新易盛	通信	0.20 pct	
17	600690.SH	海尔智家	家用电器	0.71%	0.24 pct	17	300394.SZ	天孚通信	通信	0.20 pct	
18	002463.SZ	沪电股份	电子	0.70%	0.24 pct	18	600026.SH	中远海能	交通运输	0.19 pct	
19	600309.SH	万华化学	基础化工	0.65%	0.15 pct	19	600522.SH	中天科技	通信	0.18 pct	
20	600036.SH	招商银行	银行	0.60%	0.15 pct	20	688036.SH	传音控股	电子	0.17 pct	

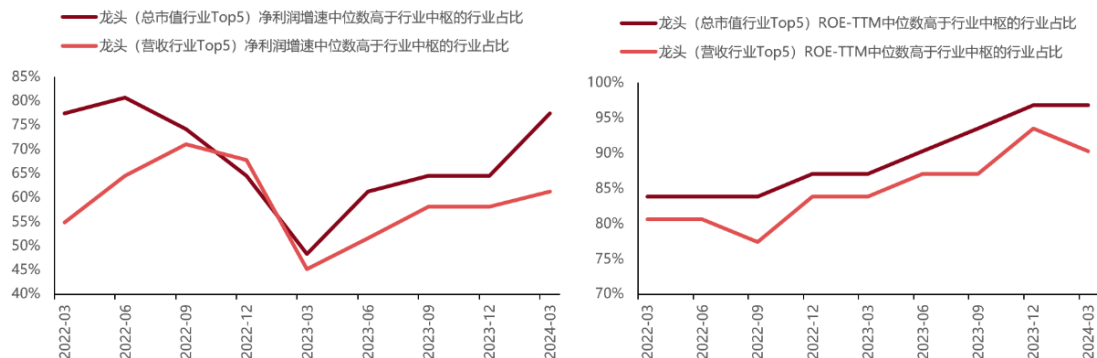
注：标红为一季度新晋前 20 大重仓股。

数据来源：Wind，东方红资产管理

业绩层面，大市值龙头展现出更强的穿越周期能力和盈利韧性。从一季报数据统计来看，按市值划分的各行业龙头确实在业绩上有优势，31 个申万一级行业中 24 个行业的龙头净利润增速高于行业中枢；从 ROE 角度观察则更加明显，31 个行业中 30 个行业（除了农林牧渔）龙头的盈利能力高于行业中枢。

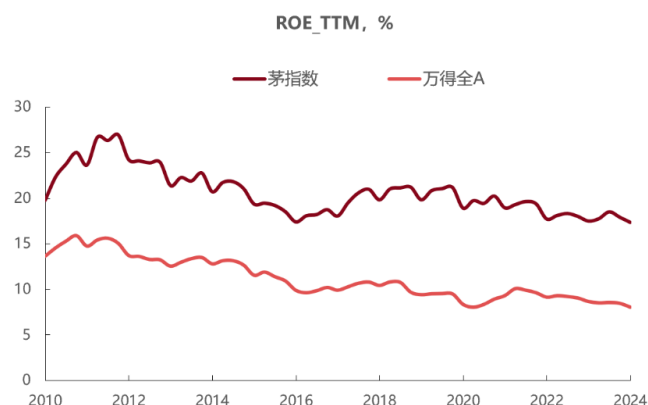
龙头能够维持更加稳定 ROE 的主要原因，包括 1）在面临内需压力时，能够积极寻求海外第二增长曲线；2）精细化管理，“向成本要收益”，或行业格局优化，在产业链话语权提升；3）注重提升公司治理及股东回报，通过分红和回购维持 ROE 中枢。

图 35：大多数行业龙头的净利润增速、ROE 高于其行业中枢



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 36：茅指数的 ROE 下降程度较整体 A 股更加温和



数据来源：Wind，东方红资产管理，茅指数代码 8841415.WI，万得全 A 代码 881001.WI

小微盘股超额收益的背后是“壳资源”价值以及投资者结构带来的流动性溢价，但新“国九条”后，小市值公司的风险和择股难度增加，缺乏持续经营能力的小市值个股，以及依靠“壳资源”价值支撑的微盘股压力增大，而大盘风格可能继续占优。

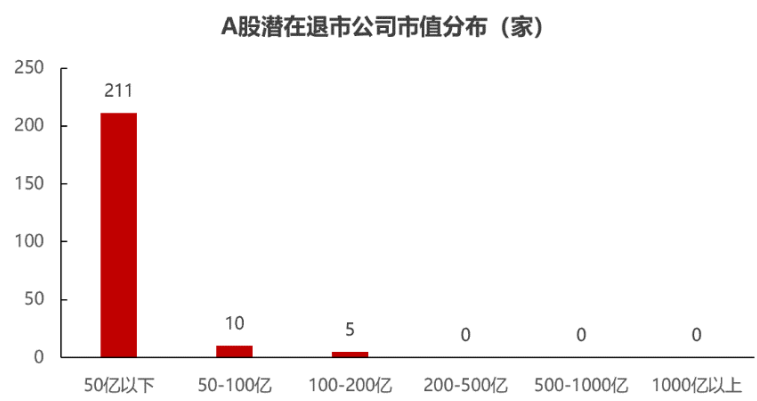
从融资端看，新“国九条”对并购、退市提出更高要求，按照新的退市规定筛选出存在退市风险的公司一共 226 家，全部都在 200 亿市值以下，其中 211 家市值在 50 亿以下（数据来源于 Wind）；从交易端看，受监管影响，量化策略降频或成为趋势，小盘股的交易热度有所下降，国证 2000 日成交额已从 3 月底 3700 亿降至 2000 亿左右；从投资端看，各类举措推动长线资金入市，“耐心资本”占比有望逐步提升，而长期资金往往偏好大盘股。

图 37：小盘 VS 大盘的相对收益来自于相对交易热度



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 38：A 股潜在退市公司主要集中在 50 亿以下小市值公司



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

- 1. **房地产困境的金融风险：**如果房地产困境持续下去，可能进一步加剧房地产开发商的流动性风险，增加了出现更多违约的可能性，从而引发更广泛的金融市场风险。根据针对海外房地产危机的学术研究，在 22 次房地产危机的样本中，有 40%的房地产危机后发生了系统性银行危机，其中有 4 次发生在房地产危机的次年，2 次发生在危机后两年，3 次发生在四年以后。
- 2. **贸易战升级风险：**一方面，假如共和党候选人特朗普在 11 月的美国大选卷土重来，可能对中国商品加征更高额的关税，导致中美紧张局势的升级；另一方面，对其他国家关税的传染效应。美国的对华政策向它的盟友包括欧洲释放信号，其他国家可能跟随美国对中国产品征收更高的关税，将使得当前拉动中国经济的出口和制造业投资，以及中国的优势产业面临地缘政治和贸易壁垒的挑战。

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 7 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。