

策略周评 20230528

珍惜“弱预期”的窗口期

2023年05月28日

当前，市场悲观的声音越来越多。

而年初以来，投资者对2023年市场演绎经历过与2009、2019、2013的类似比较，前两者基于对经济复苏预期较强，目前来看几乎已经被证伪，后者基于对产业趋势类似阶段的比较，正在演绎过程中。

■ 如何理解当前经济的变化映射到资本市场的逻辑？

此前出台的4月经济数据中，工业增加值、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速以及工业企业盈利增速均低于预期，若以定价复苏强度的逻辑去交易，可能面临年初高预期、但2022年上半年低基数对应到2023年上半年总量政策定力较强的组合，则极有可能掉进“交易复苏陷阱”，这也正是当前市场信心不足的来源。

若我们换一个视角，过去三年多由于全球供需结构和地域错配，我们可能阶段性享受过实际增速高于潜在增速的短暂红利，但由于全球通胀在2022年以来的高企，加息对实际需求的压制，以及国内政策对于基建地产层面定力较强，疫情后复苏的交易变得更加困难，因此很容易出现高频数据“不及预期”，但若我们按照经济增速中枢下行的视角去交易，我们的推演则变成：**经济增速中枢从“中高增长”——“中低增长”，利率中枢从“中等利率中枢水平”——“低利率中枢水平”，同样，对比历史可比阶段也应该从增长中枢下行的视角去对比，而不是以复苏（高于/低于预期）的视角去对比，那么我们可能能够得到不一样的结论。**

我们构建了“单位M2创造GDP效率”（滚动四个季度均值）的指标，该指标已经步入2013-2015的低区间，参考2013-2015年，刚好也是一轮经济增速中枢下台阶的过程，2007-2013年经济增速中枢为9%-10%，2014-2019年经济增速中枢为6%-7%，2020-2022年疫情扰动下经济增速中枢为5%左右，但是该阶段同时隐含全球供需结构和地域错配（中国更受益）以及国内居民资产负债表的恶化，表观增速可能高于或者持平于潜在增速，但疫情后，随着全球需求的走弱以及居民和企业家信心在疫后恢复进程的缓慢，叠加基建地产总量政策较强的定力，实际经济增速中枢可能再下一个台阶，新的阶段进入3%-5%的区间可能性较大。

按照以上视角，则可能产生几种演绎情形：

第一，跟随经济中枢下台阶，利率中枢下台阶，投资者将在中长期降低大类资产的预期收益水平，对于稳定现金流和稳定分红的品种关注度将提升，同时大类资产配置中，对于权益资产的配置比例将继续提升，一个可以参考的视角，在美、日等成熟市场中，历史上经济增速下台阶的过程中，权益资产配置比例发生了中长期永久性提升。

第二，参考“单位M2创造GDP效率”进入2013-2015年阶段的视角，在总量政策效率下降、经济下台阶的过程中，政策将会从两个方面逐步发力，即“改革”和“转型”。首先，改革出发点在于提升经济效率，这也是，2023年以来中特估、国企改革关注度提升的深层次逻辑，可以类比2013-2015年的三年国企改革。其次，转型出发点在于寻找新动能，如果刚好遇上技术革命的产业趋势背景，转型政策就好比“借了东风”，类比2013年4G牌照发放后，开始的互联网+行情，本轮是2022年年底开始的AI技术革命，AI+、数字经济、数据要素可能成为新阶段转型政策的重点领域。

第三，在新阶段经济中枢和利率中枢下台阶的过程中，像之前几轮总量政策大规模释放的可能性较小，结构性组合政策的可能性更大，换言之，虽然我们对比当前从经济效率、产业背景、政治周期等角度来看，类似2013-2015年，但是出现2014年大规模流动性边际释放的可能性较小，其一因为银行间流动性已经较为宽裕，其二因为国内基建和地产政策的约束已经较为明显。因此，本轮行情“渐进式演绎”的可能性更大。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《港股可以乐观起来》

2023-05-22

《科技行业内部轮动加速的信号意义》

2023-05-21

■ 从“完美逻辑-完美股价位置”悖论看当前弱预期的窗口期

我们在研究 2016 年以来每一轮投资范式中，发现一个有意思的规律，市场往往更善于在一轮投资范式的末期总结投资范式规律，例如此前的“漂亮 50”、“白酒医药”、各种“产业赛道”，其原因也比较简单，即“复盘和总结规律”往往能避开“完美逻辑-完美股价位置”悖论，投资者会感叹于“若在行情的早期就认识到这样的范式逻辑那将必然获得显著的超额收益”，而历史已经证明，当一种投资风格成为一种范式的时候，至少在中短期级别的时间内，该投资范式可能就快失效了，这是市场强有效性的体现，逻辑也比较简单，既然投资形成了范式，那么投资者就可以通过复制投资范式躺平，对于高风险的股票市场，显然不可能。

如果我们以上述悖论看当前弱预期的窗口期，首先，我们很难预测未来三年股票市场将会形成何种投资范式，但 4 月以来市场预期的走弱，某种程度上更像是此前“乐观预期”的过度修复，而并非“萧条预期”的形成，毕竟无论是前期市场讨论的通缩风险，还是中长期萧条，都缺乏明显的的数据支撑，因此，在市场预期走弱的时候我们需要珍惜其带来的股价位置的窗口期，“经济中枢切换”、“中低增长”不代表没有增长，习惯了高增长时代投资范式的投资者可能得开始慢慢习惯中低增长时代的新投资范式，例如，从“美林时钟”（2005-2013，高增长）到“信用周期”（2014-2022，中高增长）到我们认为接下来可能进入“新供给周期”（2023—，中低增长）的时代，而在“新供给周期”时代，我们将重点关注“新供给创造新需求（0-1）”、“供给驱动需求（1-10）”阶段的产业，以及中低增长时代来临后供给格局变化带来的“龙头化”机会。

总结来看，当前“单位 M2 创造 GDP 效率”已经步入 2013-2015 的低区间，若以经济增速中枢下台阶而非复苏视角来看，第一，跟随经济中枢下台阶，利率中枢下台阶，投资者将在中长期降低大类资产的预期收益水平，对于稳定现金流和稳定分红的品种关注度将提升，同时大类资产配置中，对于权益资产的配置比例将继续提升。第二，参考 2013-2015 年阶段的视角，政策将会从两个方面逐步发力，即“改革”和“转型”，改革出发点在于提升经济效率，转型依赖于产业趋势背景，这也是 2023 年以来中特估/国企改革以及 AI+/数字经济关注提升的核心原因。第三，在新阶段经济中枢和利率中枢下台阶的过程中，本轮结构性组合政策的可能性更大，换而言之，本轮行情“渐进式演绎”的可能性更大。而从“完美逻辑-完美股价位置”悖论来看，我们很难预测未来三年股票市场将会形成何种投资范式，但 4 月以来市场预期的走弱，某种程度上更像是此前“乐观预期”的过度修复，而并非“萧条预期”的形成，因此，在市场预期走弱的时候我们需要珍惜其带来的股价位置的窗口期，习惯了高增长时代投资范式的投资者可能得开始慢慢习惯中低增长时代的新投资范式，例如，从“美林时钟”（2005-2013，高增长）到“信用周期”（2014-2022，中高增长）到我们认为接下来可能进入“新供给周期”（2023—，中低增长）的时代，而在“新供给周期”时代，我们将重点关注“新供给创造新需求（0-1）”、“供给驱动需求（1-10）”阶段的产业，以及中低增长时代来临后供给格局变化带来的“龙头化”机会，具体而言，科技变革带来的新供给将较少受限于需求的走弱，而宏观背景的变化带来改革的推进中短期很难证伪，而供给格局变化带来的“龙头化”机会则可能是更长期逻辑的演绎。

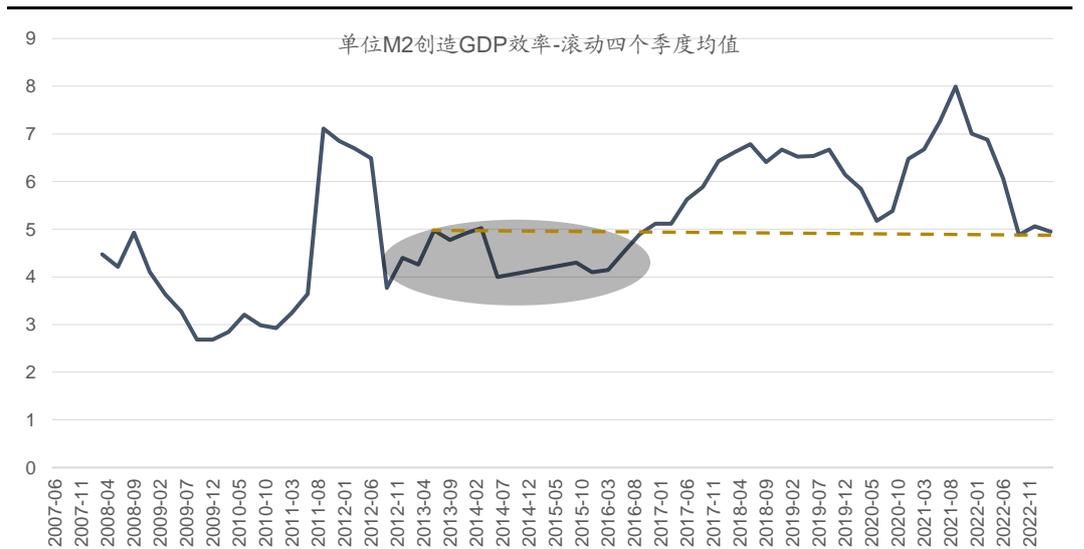
■ 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 过去三轮经济增速中枢和利率增速中枢下台阶的过程



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 单位 M2 创造 GDP 效率下降至 2013-2015 年的水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 主要股指过去四周涨幅

全球主要股指热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
IXIC.GI	纳斯达克指数	2.51	3.04	0.40	0.07
TWII.TW	台湾加权指数	2.04	4.34	-0.79	0.30
SENSEX.GI	印度SENSEX30	1.30	-0.95	1.59	0.38
KS11.GI	韩国综合指数	0.90	2.52	-1.02	-0.02
N225.GI	日经225	0.35	4.83	0.79	1.04
SPX.GI	标普500	0.32	1.65	-0.29	-0.80
IBOVESPA.GI	巴西IBOVESPA指数	0.15	2.10	3.15	0.69
DJI.GI	道琼斯工业指数	-1.00	0.38	-1.11	-1.24
399001.SZ	深证成指	-1.64	0.78	-1.57	-1.39
FTSE.GI	英国富时100	-1.67	0.03	-0.31	-1.17
ASS1.GI	澳洲标普200	-1.77	0.35	0.57	-1.30
GDAXI.GI	德国DAX	-1.79	2.27	-0.30	0.24
000001.SH	上证指数	-2.16	0.34	-1.86	0.34
FCHI.GI	法国CAC40	-2.31	1.04	-0.24	-0.78
HSI.HI	恒生指数	-3.62	-0.90	-2.11	0.78

A股宽基指数热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
8841234.WI	科技龙头指数	-0.39	3.35	-2.01	-3.06
931068.CSI	消费龙头	-0.79	-0.67	-2.05	-1.01
000852.SH	中证1000	-0.85	1.02	-1.77	-1.04
000905.SH	中证500	-1.34	0.42	-1.76	-0.65
399005.SZ	中小100	-1.91	0.87	-1.84	-1.45
000001.SH	上证指数	-2.16	0.34	-1.86	0.34
399006.SZ	创业板指	-2.16	1.16	-0.67	-2.46
000300.SH	沪深300	-2.37	0.17	-1.97	-0.30
000903.SH	中证100	-2.60	-0.01	-1.90	-0.94
000016.SH	上证50	-2.80	0.09	-2.02	0.28

A股大小盘风格热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
399376.SZ	小盘成长	-0.89	0.93	-1.41	-1.89
399374.SZ	中盘成长	-1.81	1.43	-2.22	-1.78
399377.SZ	小盘价值	-1.87	-1.87	-0.97	0.86
399372.SZ	大盘成长	-2.28	0.39	-1.32	-1.91
399375.SZ	中盘价值	-2.77	-0.95	-2.69	-0.15
399373.SZ	大盘价值	-3.44	-0.71	-1.90	2.03

A股大类行业热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
801150.SI	医药生物	0.02	2.26	-2.26	-0.77
CI005905.WI	TMT	-0.67	1.89	-2.68	-1.75
882004.WI	可选消费	-1.25	-2.10	-0.37	-0.53
CI005918.WI	周期	-1.51	0.61	-1.29	-1.09
399608.SZ	科技100	-2.13	1.43	-0.21	-2.39
862005.CJ	必选消费	-2.24	-1.00	-3.33	-1.09
882007.WI	金融	-3.53	-0.61	-1.69	3.69

A股一级行业热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
801160.SI	公用事业	1.08	-0.91	1.95	1.52
801770.SI	通信	0.37	3.15	-3.15	-3.65
801970.SI	环保	0.24	-0.17	0.89	0.65
801880.SI	汽车	0.19	-0.65	1.53	-0.75
801890.SI	机械设备	0.04	4.01	-2.49	-1.78
801150.SI	医药生物	0.02	2.26	-2.26	-0.77
801080.SI	电子	-0.09	5.17	-1.51	-2.74
801730.SI	电力设备	-0.52	1.67	1.25	-2.15
801230.SI	综合	-0.76	0.12	-2.17	-1.12
801210.SI	社会服务	-0.82	-1.11	-1.84	-1.68
801750.SI	计算机	-1.03	-0.02	-1.74	-1.15
801030.SI	基础化工	-1.06	0.48	-1.12	-1.53
801980.SI	美容护理	-1.12	-0.11	-2.01	-1.50
801120.SI	食品饮料	-1.13	-0.21	-2.93	-0.10
801110.SI	家用电器	-1.21	1.74	-0.66	-3.91
801140.SI	轻工制造	-1.63	-0.35	-0.61	-0.22
801130.SI	纺织服装	-1.66	-2.56	0.29	2.66
801040.SI	钢铁	-1.98	-1.23	0.12	-0.19
801710.SI	建筑材料	-2.02	-1.89	-2.49	-0.08
801740.SI	国防军工	-2.16	4.79	-1.99	-1.34
801010.SI	农林牧渔	-2.49	-2.62	-1.32	-1.43
801170.SI	交通运输	-2.58	-1.37	-2.36	-0.27
801760.SI	传媒	-2.97	-5.60	-5.97	3.51
801200.SI	商贸零售	-3.10	-2.60	-3.45	-0.61
801050.SI	有色金属	-3.12	0.94	-3.54	-1.83
801780.SI	银行	-3.14	-0.51	-1.23	3.75
801960.SI	石油石化	-3.21	-0.58	-3.30	-1.56
801180.SI	房地产	-3.48	-3.96	-1.75	2.85
801790.SI	非银金融	-3.73	-1.06	-2.13	3.29
801720.SI	建筑装饰	-3.82	-3.00	-5.98	1.80
801950.SI	煤炭	-6.22	0.38	1.55	-0.09

国债热力图 (过去四周) %					
证券代码	证券简称	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514	周涨幅0501-0507
H11076.CSI	中证中期综合	0.15	0.01	0.22	0.22
H11016.CSI	中证50债	0.13	-0.01	0.17	0.27
H11003.CSI	中证7债	0.13	0.09	0.21	0.25
H11002.CSI	中证3债	0.12	0.04	0.14	0.14
H11004.CSI	中证10债	0.09	0.07	0.28	0.35
H11001.CSI	中证全债	0.08	0.07	0.24	0.30
H11009.CSI	中证综合债	0.08	0.07	0.21	0.27
H11010.CSI	中证1债	0.08	0.05	0.07	0.07
H11015.CSI	中证短债	0.08	0.05	0.08	0.08
H11005.CSI	中证10+债	-0.05	0.11	0.40	0.60

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

